

Zbigniew Mazur

Banki na rynku kapitałowym

Podstawowe zagadnienia bankowości inwestycyjnej

Kraków 2005

Rada Wydawnicza:
Klemens Budzowski, Andrzej Kapiszewski,
Jacek Majchrowski, Zbigniew Maciąg

Recenzje:
prof. dr hab. Wiktor Krawczyk
dr hab. Dariusz Zarzecki

Redaktor prowadzący:
Halina Baszak-Jaroń

Adiustacja:
Mariusz Warchoń

Korekta:
Kacper Śledziński



Copyright© by Krakowska Szkoła Wyższa
im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego, Kraków 2005

ISBN 83-89823-01-2

Żadna część tej publikacji nie może być powielana ani magazynowana w sposób umożliwiający ponowne wykorzystanie, ani też rozpowszechniana w jakiegokolwiek formie za pomocą środków elektronicznych, mechanicznych, kopiujących, nagrywających i innych, bez uprzedniej zgody właściciela praw autorskich.

Na zlecenie:
Krakowskiej Szkoły Wyższej im. Andrzeja Frycza Modrzewskiego
www.ksw.edu.pl

Wydawca:
Krakowskie Towarzystwo Edukacyjne sp. z o.o.
– Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków 2005

Skład i łamanie:
Mariusz Warchoń

Druk i oprawa:
Multipol II

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
System finansowy, rynek finansowy – podstawowe zależności. Pojęcie bankowości inwestycyjnej	11
1.1. System finansowy	11
1.2. Rynek finansowy, pieniężny i kapitałowy	12
1.3. Rodzaje oraz ewolucja systemów finansowych	15
1.4. Pojęcie bankowości inwestycyjnej	23
1.5. Historia oraz etapy rozwoju bankowości inwestycyjnej	25
Rozdział 2	
Bankowość inwestycyjna w gospodarkach państw wysoko rozwiniętych	29
2.1. Charakterystyka typowych usług znajdujących się w ofercie banków inwestycyjnych	30
2.1.1. Pozyskiwanie środków na cele inwestycyjne	30
2.1.2. Zarządzanie aktywami	40
2.1.3. Usługi doradcze	50
2.1.4. Działalność badawcza i analityczna	55
2.1.5. Zarządzanie ryzykiem	56
2.2. Rating	59
2.3. Perspektywy rozwoju bankowości inwestycyjnej	63

Rozdział 3	
Bankowość inwestycyjna w Polsce	71
3.1. Przepisy prawne, instytucje nadzoru	77
3.2. Instytucje odgrywające główną rolę na rynku bankowości inwestycyjnej	87
3.2.1. Fundusze inwestycyjne w Polsce	91
3.2.2. Fundusze emerytalne w Polsce	96
3.2.3. Fundusze <i>private equity</i> i <i>venture capital</i>	99
3.3. Usługi	101
3.3.1. Obrót papierami wartościowymi i zarządzanie funduszami	101
3.3.2. Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami przedsiębiorstw	132
3.3.3. Działalność badawcza i analityczna	142
3.4. Przyszłość bankowości inwestycyjnej w Polsce	142
Bibliografia	147
Spis tabel	150
Spis rysunków	151

Wstęp

W Polsce, od momentu zapoczątkowanej w 1989 r. transformacji systemu społeczno-ekonomicznego, pośród wielu tematów z dziedziny finansów, bankowość jest jednym z najczęściej poruszanych zagadnień*. O ile problematyka bankowości, rozumiana jako dziedzina nauki i wiedzy zajmująca się m.in. organizacją i funkcjonowaniem systemu bankowego, zarządzaniem i ekonomiką banku, operacjami bankowymi czy też analizą ryzyka związanego z działalnością banku, znalazła swój wyraz w bardzo licznym zbiorze literatury, to kwestie związane z funkcjonowaniem banku na rynku kapitałowym, którego rolę w gospodarce rynkowej trudno jest nie docenić, pozostawione są nieco na marginesie, o czym świadczy bardzo ograniczona literatura przedmiotu. Stąd rozumienie pojęcia bankowości inwestycyjnej, które jednoznacznie wskazuje na połączenie wiedzy z dziedziny bankowości, rynku kapitałowego oraz działających na rynku kapitałowym banków inwestycyjnych, nie jest powszechne, a co za tym idzie, można zauważyć brak akceptacji dla określonych działań, m.in. przy restrukturyzacji podmiotów gospodarczych, wprowadzaniu nowych instrumentów finansowych, procesach prywatyzacyjnych czy poszukiwaniu źródeł finansowania różnych przedsięwzięć rozwojowych. Co więcej, ponieważ pojęcie bankowości inwestycyjnej jest stosunkowo nowe, to prawidłowe określenie zakresu usług bądź produktów związanych nierozłącznie z tą działalnością nastrocza określonych trudności.

* Chciałbym podziękować mojemu Koledze, Panu mgr. inż. Przemysławowi Knapikowi, za wkład, jaki wniósł w przygotowanie tej książki.

Utworzone w wyniku reformy systemu bankowego w 1989 r. banki komercyjne były fundamentem rozwoju bankowości uniwersalnej, łączącej cechy bankowości „klasycznej”, depozytowo-kredytowej, z bankowością inwestycyjną. W kolejnych latach powstawały nowe banki prywatne, banki państwowe były prywatyzowane, a także można było obserwować tworzenie się rynku kapitałowego w Polsce.

W początkowym okresie okazało się, że próby stworzenia rynku kapitałowego aktywnie kształtującego procesy zachodzące w naszej gospodarce nie były na tyle skuteczne, aby można było mówić o sukcesie. Wynikało to w głównej mierze z tradycji polskiego sektora finansowego. Przez lata, kiedy z przyczyn ideologicznych rynek kapitałowy prawie nie funkcjonował, nastąpiło umocnienie modelu systemu finansowego opartego na bankach. Przewaga tego modelu wynikała przede wszystkim z istnienia infrastruktury instytucjonalnej rynku i nawyków społeczeństwa przy dokonywaniu wyboru form oszczędzania i inwestowania skupionych wokół oferty banków komercyjnych. Jednocześnie przez długi czas nie potrafiono wykreować popytu na usługi związane z bankowością inwestycyjną, który zagwarantowałby godziwe zyski możliwe do osiągnięcia w długim okresie¹.

Po okresie dekonjunktury, jaki obserwowano w latach 1999–2002, ponownie daje się zauważyć ogromne ożywienie na światowym rynku bankowości inwestycyjnej, szczególnie w zakresie transakcji związanych z fuzjami i przejęciami przedsiębiorstw. Można powiedzieć, że obecny stan rozwoju bankowości inwestycyjnej to wynik ewolucji, do której doszło na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat, nabranych doświadczeń, które w pozytywny sposób wpłynęły na jej obecny kształt, rozwoju inżynierii finansowej

¹ D. Piotrowski, *Wpływ sytuacji gospodarczej i zastosowanych rozwiązań systemowych na stan rozwoju rynku UMK kapitałowego i bankowość inwestycyjną w Polsce*, „Bank i Kredyt” nr 1 (2003), s. 56.

oraz Internetu, upowszechnienia nowoczesnej techniki informatycznej oraz telekomunikacyjnej sprzyjających rozwojowi usług finansowych. Ta dziedzina bankowości jest wysoce rozwojowa, innowacyjna, dostarcza wielu nowych rozwiązań wykorzystywanych tak na rynku bankowym, jak i kapitałowym.

Wydaje się, że w Polsce bankowość inwestycyjna nie została jeszcze w pełni ukształtowana i nie posiada takiej pozycji, jak w państwach wysoko rozwiniętych, co ma ścisły związek z kształtem samego rynku kapitałowego. Wpływa na to m.in. tradycja, późniejsze narodzenie rodzimego rynku kapitałowego, konkurencyjna pozycja Skarbu Państwa na rynku kapitałowym oraz brak bądź niestabilność uregulowań prawnych związanych z tym rynkiem. Natomiast nie sposób nie zauważyć, że podmioty obecne na rynku bankowości inwestycyjnej oferują coraz szerszą gamę specjalistycznych usług z jej zakresu.

Widoczna jest coraz większa aktywność banków na tym rynku oraz większe możliwości korzystania z doświadczenia i wiedzy znanych na świecie banków inwestycyjnych lub instytucji finansowych działających na rodzimym rynku kapitałowym. Trzeba jednak podkreślić, że potrzeby polskiej gospodarki będą podstawowym czynnikiem stymulującym rozwój bankowości inwestycyjnej, a co za tym idzie, będą miały istotny wpływ na kształt polskiego rynku kapitałowego w perspektywie najbliższych lat. Należy zatem zwrócić uwagę na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw, które dominują na rynku gospodarczym w Polsce. Kolejną przesłanką tego rozwoju powinny być korzystne przepisy prawne, przejawiające się we wprowadzeniu zapisów zachęcających inwestorów indywidualnych do inwestowania w papiery dłużne czy też uproszczeniu procedur prawnych dotyczących emisji obligacji oraz zmniejszeniu kosztów pozyskiwania kapitału. Rozwój bankowości inwestycyjnej byłby niemożliwy bez rozwoju inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności funduszy emerytalnych. Co więcej, w związku z faktem wstępowania Polski w struktury Unii Europejskiej, a co za tym idzie spodzie-

wanej ostrej konkurencji na rynku usług finansowych, wyżej wymienione procesy odnoszące się do polskiego rynku kapitałowego nabierają szczególnego znaczenia.

Rozdział 1

System finansowy, rynek finansowy – podstawowe zależności. Pojęcie bankowości inwestycyjnej

1.1. System finansowy

Na system finansowy składają się następujące elementy: rynki transakcyjne, instytucje finansowe, instrumenty finansowe, a także zasady, na jakich powyższe elementy są ze sobą powiązane. Kształt systemu finansowego jest uzależniony od wielu czynników, z których najważniejsze to: historia, wartości kulturowe, polityka gospodarcza czy też mechanizmy rynkowe. System finansowy łączy kapitałobiorców i kapitałodawców oraz ustala cenę, przy jakiej obydwie strony chcą dokonać transakcji.

W literaturze przedmiotu, m.in. w pracy pod redakcją B. Pietrzaka⁴, najczęściej wyróżnia się trzy podstawowe funkcje, jakie spełnia system finansowy we współczesnej gospodarce:

- monetarna (kreowanie pieniądza),
- kapitałowo-redystrybucyjna (gromadzenie i alokacja oszczędności, np. organizowanie emisji papierów wartościowych),
- kontrolna (kontrola strumieni pieniężnych – efektywność wykorzystania majątku i środków pieniężnych).

⁴ B. Pietrzak, Z. Polański, *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Warszawa 1997, s. 11.

1.2. Rynek finansowy, pieniężny i kapitałowy

Rynki finansowe to rynki, na których dokonywane są transakcje obejmujące instrumenty finansowe⁴. Na rynek finansowy składają się: rynek pieniężny i rynek kapitałowy. Posługując się kryterium czasu, rynek pieniężny uważany jest za rynek instrumentów krótkoterminowych (okres rozliczenia transakcji do 12 miesięcy), natomiast rynek kapitałowy to rynek instrumentów średnio- i długoterminowych. Szersze i zarazem częściej spotykane w ekonomii definiowanie rynku pieniężnego obejmuje całokształt relacji zachodzących pomiędzy popytem i podażą pieniądza. Z kolei rynek kapitałowy to miejsce zetknięcia się popytu z podażą; jest sferą akumulacji wolnych funduszy na cele m.in. inwestycyjne, modernizacyjne czy lokacyjne, w zależności od przyjętej przez przedsiębiorstwo bądź osobę fizyczną strategii. Jedną stroną rynku kapitałowego – stroną podaźową, tworzą osoby fizyczne oraz jednostki gospodarcze zainteresowane ulokowaniem wolnych środków w taki sposób, aby uzyskać satysfakcjonującą stopę zwrotu. Natomiast druga strona – strona popytowa, to podmioty gospodarcze poszukujące kapitału do zagospodarowania, dążące do uzyskania wyższej stopy zwrotu z inwestycji od oprocentowania wkładów oszczędnościowych. Istnienie takiego rynku tworzy możliwości kreowania substytutów dla produktów depozytowych, obniża koszt kapitału w gospodarce oraz ułatwia dostęp podmiotów do alternatywnych sposobów finansowania działalności.

Rynek kapitałowy dzieli się na rynek pierwotny i wtórny, który z kolei obejmuje rynek niepubliczny regulowany i publiczny, zawierający w sobie rynek giełdowy i tzw. pozagiełdowy (OTC – Over The Counter). Rynek pierwotny obejmuje wszelkie transakcje, w których emitowane papiery wartościowe znajdują swoich pierwszych właścicieli, podczas gdy przed-

⁴ B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2003, s. 20.

miotem obrotu na rynku wtórnym są papiery wartościowe (lub inne instrumenty finansowe) po emisji bądź odsprzedaży przez pierwszego właściciela. Giełda ma określone miejsce działania; spotkania stron odbywają się w zaplanowanym czasie i obrót jest prowadzony w oparciu o restrykcyjne regulacje prawne. Inaczej działa rynek pozagiełdowy, który nie ma wyznaczonego miejsca dokonywania transakcji, bowiem są one zawierane przy wykorzystaniu środków telekomunikacyjnych między biurami maklerskimi, a obrót może mieć charakter regulowany lub nieregulowany. Z kolei na rynku niepublicznym regulowanym przeprowadzane są transakcje poza giełdą i systemem OTC.

Według Fabozziego i Modiglianiego⁴ funkcje rynku kapitałowego we współczesnej gospodarce rynkowej obejmują stworzenie pięciu mechanizmów:

- transferu środków finansowych w gospodarce,
- dystrybucji ryzyka,
- wyceny aktywów finansowych,
- wymiany aktywów finansowych,
- redukcji kosztów wymiany aktywów finansowych (pojęcie to jest tożsame z pojęciem kosztów transakcyjnych).

Skuteczność działania rynku kapitałowego, a także jego rola, jaką będzie odgrywać w gospodarce, zależy w dużym stopniu od efektywności tego rynku. Efektywny rynek finansowy to taki rynek, na którym ceny instrumentów finansowych odzwierciedlają ich rzeczywistą wartość. Na efektywność rynku kapitałowego składają się:

- efektywność alokacyjna, polegająca na zdolności rynku do alokacji środków finansowych między sektorami gospodarki,
- efektywność operacyjna, mająca na celu zapewnienie atrakcyjnych warunków dokonywania transakcji (płynność walorów, ciągłość cenowa, racjonalny poziom kosztów transakcyjnych),

⁴F. Fabozzi, F. Modigliani, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, New Jersey 1996, s. 22–23, w: K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym – wnioski dla Polski*, Warszawa 1999, s. 8.

– efektywność informacyjna, oznaczająca powszechny dostęp inwestorów do tych samych informacji w tym samym czasie.

Na rozwój rynku kapitałowego oddziałuje również środowisko polityczne i ekonomiczne, w którym ten rynek istnieje. Poza tym ważną rolę odgrywają procesy zachodzące w gospodarce, która stanowi otoczenie rynku kapitałowego. Najbardziej pozytywny wpływ na rynek mają:

- trwały wzrost gospodarczy,
- niska inflacja,
- oddzielenie własności od procesu zarządzania w największych firmach.

Oprócz wymienionych wcześniej czynników na siłę rynku kapitałowego wpływają również instytucje na nim występujące, takie jak:

- giełdy kapitałowe,
- banki komercyjne,
- instytucje finansowe powiązane z rynkiem kapitałowym, m.in. urzędy sprawujące nadzór nad określonymi segmentami rynków finansowych (w Polsce jest to m.in. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), odgrywające rolę wsparcia techniczno-rozliczeniowego (np. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych), wspomagające działalność instytucji finansowych i zmniejszające ryzyko finansowe ich klientów (np. Bankowy Fundusz Gwarancyjny).

Przeprowadzone badania pozwoliły stwierdzić, że polski rynek kapitałowy jest nieefektywny i stwarza inwestorom szansę uzyskania stopy zwrotu wyższej od stopy zwrotu z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka (bony i obligacje skarbowe). Pomimo tego, niektóre cechy rynku efektywnego są widoczne, o czym świadczy szybka i odpowiednia reakcja na nowe informacje i brak zależności między zmianami cen papierów wartościowych w okresie przysłym a zachowaniem się kursów w okresie wcześniejszym⁵.

⁵ M. Al-Kaber, *Cechy współczesnego rynku kapitałowego – polski rynek papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt” nr 6 (2001).

1.3. Rodzaje oraz ewolucja systemów finansowych

Na świecie występują obecnie dwa podstawowe typy systemów finansowych: system kontynentalny, zwany także europejskim lub niemiecko-japońskim, i system anglo-amerykański, zwany też systemem anglosaskim. Innymi spotykanymi w literaturze określeniami są odpowiednio: system zorientowany bankowo i system zorientowany rynkowo. Określenie „system zorientowany rynkowo” podkreśla kluczową rolę rynku kapitałowego w pozyskiwaniu zasobów finansowych, ich alokacji oraz sprawowaniu nadzoru nad podmiotami gospodarczymi. Z kolei „zorientowany bankowo” oznacza dominującą w tym zakresie rolę banków komercyjnych. Typowymi przedstawicielami modelu kontynentalnego są takie państwa jak Niemcy, Japonia oraz Korea Południowa. Drugi typ systemu finansowego – system anglo-amerykański – reprezentują USA, Wielka Brytania i Kanada. Różnice między tymi systemami są widoczne w ofercie instrumentów finansowych, w roli rynku finansowego w systemie finansowym, w różnorodności instytucji finansowych czy też regulacjach prawnych. W przypadku systemu kontynentalnego spotykamy się z dużo mniejszą różnorodnością instrumentów finansowych związanych z rynkiem kapitałowym, a także stosunkowo dużą popularnością kredytu bankowego. Ściśle z tym związane jest również mniejsze rozpowszechnienie innowacji finansowych w państwach o systemie kontynentalnym, podczas gdy w systemie anglosaskim można wymieniać wiele takich działań, m.in. dotyczących obligacji podwyższonego ryzyka („junk bonds” – obligacje „śmieciowe”), które stosowane są w transakcjach wspomagane go wykupu przedsiębiorstwa, tzw. MBO (Management-Buy-Out) lub LBO (Leverage-Buy-Out). Z kolei przy porównywaniu roli rynku kapitałowego w tych dwóch systemach, w przypadku systemu kontynentalnego widoczne jest mniejsze znaczenie giełd papierów wartościowych oraz mniejsza ich różnorodność. W państwach o systemie „zorientowanym bankowo” giełdy papierów wartościowych cechują się niższą kapitalizacją w stosunku do PKB i mniejszą liczbą

podmiotów na niej notowanych. Charakterystyczna jest również istotna rola banków komercyjnych w transakcjach rynku kapitałowego, które w znaczący sposób wpływają na obrót giełdowy. Banki komercyjne odgrywają również główną rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Mówi się, że banki w systemie europejskim mają charakter uniwersalny. Z kolei w systemie anglosaskim znaczącą rolę odgrywa rynek kapitałowy; to on jest podstawowym źródłem finansowania działalności podmiotów gospodarczych. Fundusze inwestycyjne, emerytalne oraz powiernicze są podmiotami gromadzącymi i lokującymi aktywa. Ponadto instrumenty rynku kapitałowego i usługi bankowości inwestycyjnej służą propagowaniu zasady maksymalizacji wartości akcji, będących w posiadaniu akcjonariuszy (tzw. *maximisation of the shareholders value*), na co w systemie kontynentalnym nie zwraca się tak dużej uwagi. W państwach o anglosaskim systemie finansowym działa różnorodna grupa wyspecjalizowanych instytucji pośrednictwa finansowego, a jednocześnie występuje stosunkowo niewielka liczba banków uniwersalnych.

Poniżej zostały wyszczególnione zalety każdego z dwóch wiodących systemów finansowych.

Do zalet systemu kontynentalnego można zaliczyć:

- koncepcję banku uniwersalnego, która daje możliwość uzyskiwania przychodów z różnych źródeł,

- prowadzenie aktywnego monitoringu podmiotów gospodarczych, szczególnie obserwacja udziału przedstawicieli instytucji finansowych (głównie banków komercyjnych) w pracach rad nadzorczych oraz walnych zgromadzeń akcjonariuszy podmiotów gospodarczych,

- długi okres funkcjonowania instytucji pośrednictwa finansowego i odrzucenie przez nie doraźnych korzyści ze współpracy z podmiotami gospodarczymi na rzecz korzyści długookresowych.

Największymi zaletami systemu anglo-amerykańskiego są:

- wiodąca rola rynku kapitałowego jako mechanizmu mobilizacji i alokacji zasobów finansowych w gospodarce oraz kontroli

podmiotów gospodarczych; rynek kapitałowy jest w wypełnianiu tych funkcji niezależny i wolny od zewnętrznych nacisków,

- duża skłonność do innowacji finansowych (nowe instrumenty finansowe) oraz do wykorzystywania nowych typów transakcji finansowych,

- różnorodność instytucji pośrednictwa finansowego, w tym wyspecjalizowanych inwestorów instytucjonalnych,

- wspieranie rozwoju małych i średnich podmiotów gospodarczych przez rynek kapitałowy (aktywność funduszy typu venture capital oraz istnienie rozwiniętego obrotu pozagiełdowego)⁶.

Można zauważyć trzy zasadnicze fazy rozwoju systemu finansowego. Na początku dominował kapitalizm właścicielski, w którym główną rolę w systemie finansowym odgrywały banki komercyjne, a właściciele aktywów sami zajmowali się ich zarządzaniem. Kolejna faza to kapitalizm menedżerski: system finansowy zorientowany rynkowo, właściciele kapitału powierzali zarządzanie nim menedżerom. Ostatnia faza rozwoju to tzw. kapitalizm finansowy (instytucjonalny), w którym system finansowy jest zdominowany przez rynek papierów wartościowych, a właściciele aktywów przekazują zarządzanie nimi wyspecjalizowanym instytucjom wspólnego oszczędzania oraz inwestowania⁷.

Na przestrzeni lat systemy finansowe upodobiły się do siebie; można mówić o ich konwergencji. Następuje ona w głównej mierze pod wpływem takich czynników, jak:

- deregulacja,
- globalizacja,
- sekurytyzacja,
- postęp technologiczny oraz informatyzacja.

Deregulacja przejawia się w zniesieniu ingerencji państwa w kształtowanie się takich parametrów makroekonomicznych, jak poziom stóp procentowych czy kurs walutowy. Dotyczy również

⁶ K. Czerkas, *op. cit.*, s. 21.

⁷ R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001, s. 9, za: T. M. Rybczyński, *A New Look at the Evolution of the Financial System*, Londyn 1997.

likwidacji ograniczeń prawnych dotyczących usług finansowych. Kolejną barierą w rozwoju rynku finansowego, na którą deregulacja ma wpływ, jest zniesienie przymusowego ograniczania oferty rynku finansowego, a także wymuszanie jego specjalizacji. Oznaką znoszenia segmentacji jest likwidowanie różnic pomiędzy bankowością inwestycyjną a komercyjną. W wyniku deregulacji rynki stają się bardziej efektywne, konkurencja między pośrednikami wzrasta, zmniejsza się rola tradycyjnego systemu bankowego, czego rezultatem jest dużo większy stopień innowacji, konkurencji między instytucjami finansowymi oraz rozwój rynku fuzji między słabymi uczestnikami walki konkurencyjnej.

Globalizacja z kolei charakteryzuje się znoszeniem barier przepływu kapitału pomiędzy rynkami lokalnymi, a także wykraczaniem z ofertą poza jeden rynek. Proces ten powoduje wzrost wielkości inwestycji zagranicznych oraz przyczynia się do zwiększenia konkurencyjności na rynkach w związku z pojawieniem się wielu instytucji finansowych oraz wymuszeniem na nich konieczności wprowadzenia nowych instrumentów i innowacji finansowych. W ramach globalizacji i integracji instytucja finansowa może wybrać jako miejsce rejestracji i działania taką lokalizację, gdzie w znacznym stopniu zmniejszone są ograniczenia i obciążenia jej działalności. Niezmiernie ważnym krokiem w procesie globalizacji będzie stworzenie uznanego powszechnie na świecie systemu rachunkowości i sprawozdawczości finansowej. W USA powszechnie stosowany jest system GAAP (Generally Accepted Accounting Practices – Powszechnie Uznane Zasady Praktyki Księgowej) i taki też kierunek proponuje obrać wielu specjalistów. Z kolei Komisja Europejska proponuje przyjęcie w UE Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IAS – International Accounting Standards) jako obowiązujących dla wszystkich spółek notowanych na rynku regulowanym w UE. Jednym z przykładów ilustrującym proces globalizacji jest utworzenie Unii Monetarnej, obejmującej większość państw wchodzących w skład Unii Europejskiej, pod-

czas gdy wcześniej każde z państw posiadało suwerenny system finansowy. Dzięki Unii Monetarnej powstał jednolity rynek pieniężny i kapitałowy, w następstwie czego alokacja kapitału będzie przebiegała w sposób bardziej efektywny.

Kolejnym charakterystycznym elementem współczesnego systemu finansowego jest s e k u r y t y z a c j a. Jest to proces związany z emisją dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Operacja sekurytyzacji realizowanej z udziałem banków (jako pośredników) polega na zamianie należności występujących w bilansie jako aktywa na zbywalne papiery wartościowe. Transakcja taka realizowana jest najczęściej przez sprzedaż aktywów związanych z portfelem kredytowym specjalnemu funduszowi lub firmie – spółce celowej – określanej mianem SPV (Special Purpose Vehicle), która następnie emituje i alokuje na rynku kapitałowym dłużne papiery wartościowe zabezpieczone tymi aktywami. Bank lub pośrednik finansowy odzyskuje pożyczone środki, jednocześnie eliminując z bilansu pozycje aktywów, które obligowały go do utrzymywania stosownego do ich wartości poziomu rezerw. W wyniku operacji sekurytyzacji bank, udzielając większej liczby kredytów, a następnie poddając je sekurytyzacji, zwiększa swoje przychody bez potrzeby obsługiwania tych kredytów. Inwestor z kolei uzyskuje korzyści wynikające z wyższej stopy zysku z zainwestowanego kapitału w porównaniu do stopy oprocentowania depozytów bankowych.

W przypadku wierzytelności krótkoterminowych związanych z wymianą handlową lub kredytami konsumpcyjnymi finansowanie odbywa się za pomocą emisji papierów komercyjnych (CP – Commercial Papers), natomiast aktywa o dłuższej zapadalności (kredyty hipoteczne) pokrywane są przez emisję obligacji: CMO (Collateralized Mortgage Obligations), CBO (Collateralized Bond Obligations) lub CLO (Collateralized Loan Obligations).

Początki sekurytyzacji w USA sięgają połowy lat osiemdziesiątych, a do Europy wkroczyła ona w latach dziewięćdziesiątych. W Stanach Zjednoczonych, w pierwszej fazie jej rozwoju, przed-

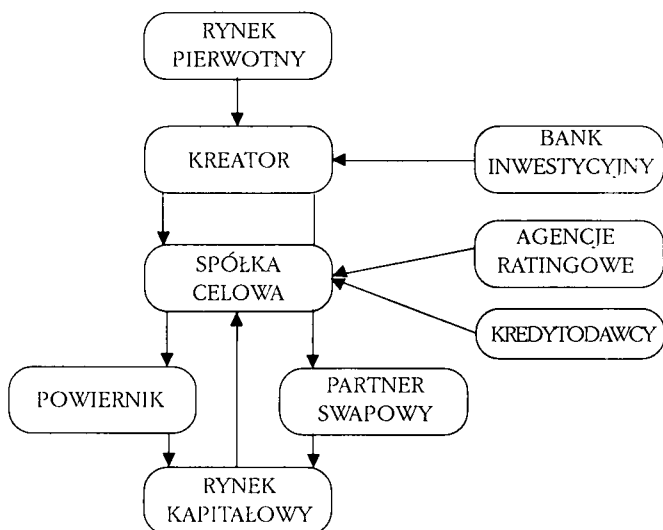
miotem sekurytyzacji były kredyty i karty kredytowe⁸. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych wartość publicznych emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wynosiła ponad 200 mld USD. Bankami uniwersalnymi i inwestycyjnymi dominującymi na rynku sekurytyzacji są: Credit Agricole (Francja), Merrill Lynch (USA), Salomon Brothers (USA), Chase Manhattan (USA), a także Barclays (Wielka Brytania) oraz Lloyds (Wielka Brytania).

Można spotkać się z dwoma rodzajami sekurytyzacji. Pierwsza, to tak zwana całkowita sprzedaż aktywów specjalnie utworzonej spółce celowej, kiedy to wpływy gotówkowe z aktywów służą spłacie zobowiązań wynikających z emisji dłużnych papierów wartościowych. Bank lub inna instytucja finansowa zwana kreatorem rynku przeprowadza w tym procesie całkowity transfer aktywów wraz ze wszystkimi związanymi z nimi typami ryzyka, dochodami i ubezpieczeniami oraz prawami akcesoryjnymi (zastawy, hipoteki, poręczenia). Drugim rodzajem sekurytyzacji jest tak zwana struktura syntetyczna (nazywana również subpartycypacją), polegająca na przejęciu ryzyka przez SPV, najczęściej bez transferu aktywów. Kreator dopiero po otrzymaniu płatności od swoich dłużników przekazuje środki do spółki celowej. A zatem subpartycypacja zakłada ekonomiczne przeniesienie ryzyka nieopłacalności wierzytelności na spółkę celową; jednak w tym przypadku inwestorzy są bardziej narażeni na ryzyko niewypłacalności kreatora.

Na rysunku 1. została zaprezentowana struktura transakcji sekurytyzacji typu całkowitej sprzedaży. Aktywami mogącymi być przedmiotem zabezpieczenia są wszystkie wierzytelności, które mogą podlegać cesji. Obok umów kredytu i leasingu występują umowy wynajmu bądź zakupu środków transportu, faktury za dostawę towarów lub usług, wierzytelności z tytułu czynszów uzyskiwanych od najemców lokali użytkowych, podat-

⁸ A. Grubman, *Sekurytyzacja aktywów w procesie zasilania finansowego przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” nr 2 (2002).

ków bądź różnego rodzaju abonamentów stosowanych w mediach lub sieciach teleinformatycznych.



Rys. 1. Struktura transakcji sekurytyzacji całkowitej sprzedaży
Źródło: A. Grubman, *Sekurytyzacja aktywów w procesie zasilania finansowego przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” nr 2 (2002).

W transakcji sekurytyzacji można się spotkać z podmiotem odgrywającym funkcję powiernika, zwanego również depozytariuszem. W wyniku umowy zawartej ze spółką celową wszystkie papiery wartościowe wyemitowane przez tę spółkę zostają u niego zdeponowane wraz z prawnym przepisaniem zabezpieczenia aktywów na rzecz inwestorów. W przypadku gdy spółka celowa bądź kreator nie będą w stanie wypełnić swoich zobowiązań, np. przez brak spłat, powiernik wykonuje prawa do aktywów w imieniu inwestorów.

Najwyższą płynność środków finansowych transakcji sekurytyzacji uzyskuje się wówczas, gdy zostanie dopasowane oprocentowanie papierów wartościowych do oprocentowania wierzytelności.

Niestety, nie w każdym przypadku udaje się uzyskać aprobatę inwestorów lub zharmonizować wszystkie stopy procentowe. W związku z tym często dokonuje się emisji papierów wartościowych o innym oprocentowaniu niż oprocentowanie wierzytelności lub w innej walucie niż waluta kraju, w którym następuje emisja. W tym momencie do transakcji włącza się tak zwany „partner swapowy”, zwykle bank inwestycyjny o odpowiedniej wiarygodności kredytowej, który zawiera transakcje związane z tak zwanymi swapami walutowymi bądź swapami opartymi na stopie procentowej⁹.

Spółki celowe często przeprowadzają emisję zamkniętą, kierując ofertę do wcześniej wybranego, doświadczonego grona inwestorów. Najczęściej są to duże instytucje finansowe, takie jak: fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne lub firmy ubezpieczeniowe.

Wszystkie wyemitowane przez spółkę celową papiery wartościowe uzyskują ocenę od agencji ratingowej, która obejmuje analizę ryzyka prawnego i kredytowego. Rating można również określić jako opinię na temat przyszłej zdolności emitenta dłużnych papierów wartościowych do terminowej obsługi długu, czyli spłaty odsetek i kapitału wierzycielskiego. Na podstawie oceny zdolności kredytowej danego państwa można wysnuć ogólne wnioski na temat lokat na lokalnym rynku akcji czy też inwestycji bezpośrednich. Więcej informacji odnośnie oceny wiarygodności finansowej podmiotów można znaleźć w podrozdziale 2.2.

Kolejnym ważnym procesem, który wywarł duży wpływ na konwergencję systemów finansowych, jest informatyzacja. Jej istotą jest upowszechnianie nowoczesnej techniki informatycznej oraz telekomunikacyjnej. System finansowy czerpie z rozwoju tego procesu bardzo duże oszczędności. Pozwolił na automatyzację wielu czynności w sektorze usług finansowych, a tym samym zwiększenie szybkości działania, redukcję kosztów transakcyjnych (przez wprowadzenie na giełdach systemu handlu elektronicznego), któ-

⁹ Ibidem.

ra powoduje zmniejszenie się asymetrii rynkowej i poprawę efektywności rynku finansowego. Dostrzeżono możliwości świadczenia usług i prowadzenia działalności drogą elektroniczną. W wyniku procesu informatyzacji powstał szereg nowych, złożonych instrumentów finansowych (w głównej mierze pochodnych), które stały się częścią obrotu prowadzonego na rynku kapitałowym. Dzięki coraz bardziej postępującej informatyzacji obnażona została każda nieefektywność systemu bankowego, ukierunkowując go w stronę bardziej rynkowego charakteru.

1.4. Pojęcie bankowości inwestycyjnej

Bankowość inwestycyjna, która jest jednym z istotnych elementów wysoko rozwiniętych i dynamicznie rozwijających się gospodarek, jest pojęciem szerokim, stąd też w literaturze można spotkać się z wieloma definicjami zarówno bankowości inwestycyjnej, jak i samych banków inwestycyjnych. Podstawową funkcją tego segmentu rynku finansowego jest kojarzenie, przy wykorzystaniu różnych mechanizmów rynkowych, posiadaczy kapitału lub oszczędności oraz instytucji, w których te oszczędności oraz kapitał są zdeponowane, z podmiotami, które w danym momencie poszukują środków na sfinansowanie inwestycji bądź konsumpcji.

W literaturze przedmiotu można znaleźć definiowanie bankowości inwestycyjnej w sposób funkcjonalny (koncentracja na usługach bankowości inwestycyjnej) lub instytucjonalny (skupienie się na instytucjach wykonujących usługi bankowości inwestycyjnej i wypełnianych przez nie funkcjach). Najwęższa i zarazem często spotykana definicja bankowości inwestycyjnej ogranicza tę działalność do gwarantowania emisji akcji i obligacji (*underwriting*) oraz pozyskiwania środków na rynku kapitałowym, co uznaje się za podstawowe usługi bankowości inwestycyjnej¹⁰.

¹⁰ Wykonywanie tych właśnie usług zostało zakazane w USA bankom komercyjnym w roku 1934 poprzez wprowadzenie ustawy Glassa-Steagalla, która jednocześnie po raz pierwszy wyodrębniła instytucje banku inwestycyjnego.

Z kolei w znaczeniu najbardziej ogólnym, bankowość inwestycyjna jest definiowana jako wszelkiego rodzaju działalność firm na rynku kapitałowym. Można do niej zaliczyć takie usługi, jak: gwarantowanie emisji dłużnych i właścicielskich papierów wartościowych oraz zapewnienie ich płynności na rynku wtórnym, przygotowywanie oraz przeprowadzanie fuzji i przejęć (M&A – Mergers & Acquisitions), usługi w zakresie restrukturyzacji i prywatyzacji podmiotów gospodarczych, własne zaangażowanie kapitałowe banku, zarządzanie kapitałowe banku, zarządzanie funduszami, zarządzanie funduszami typu *venture capital*, zarządzanie ryzykiem, doradztwo finansowe w zakresie nowych projektów inwestycyjnych, transakcji w zakresie instrumentów pochodnych, minimalizujących ryzyko gospodarcze, czy też usługi o charakterze wspomagającym, takie jak: działalność badawcza i analityczna, dystrybucja informacji oraz usługi rozliczeniowe w zakresie transakcji finansowych¹¹.

Bankowość inwestycyjną można definiować również jako działalność finansowo-bankową banków inwestycyjnych związaną z ich aktywnością na rynku pieniężnym i kapitałowym (*financial and capital market activities*). Jest to ściśle połączone z tym, iż banki inwestycyjne spełniają wiele funkcji usługowych dla podmiotów niefinansowych. Obok podstawowych obszarów działalności, jakimi są: gwarantowanie emisji, wprowadzanie papierów wartościowych na rynki (*placement*), utrzymywanie płynności rynkowej (*market making*), działają w zakresie transakcji związanych z fuzjami i przejęciami, zarządzania otwartymi i zamkniętymi funduszami powierniczymi, a także oferowania przedsiębiorstwom pomocy w pozyskiwaniu źródeł finansowania, zarządzania finansami i doradztwa, określanej jako *corporate finance*¹².

Inny sposób definiowania bankowości inwestycyjnej, to potraktowanie banku inwestycyjnego jako pośrednika bankowo-fi-

¹¹ J. Konieczny, *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Warszawa 1996, s. 52.

¹² R. Walkiewicz, *op. cit.*, s. 12.

nansowego. Przypisuje mu się rolę instytucji zapewniającej dużym klientom instytucjonalnym usługi gwarantowania i plasowania emisji, organizowania fuzji i przejęć oraz doradztwa finansowego. W takim ujęciu banki inwestycyjne nie zajmują się zarządzaniem kapitałami klientów i same nie angażują się na rynku kapitałowym.

1.5. Historia oraz etapy rozwoju bankowości inwestycyjnej

Rola bankowości inwestycyjnej różni się w poszczególnych krajach, w zależności od typu systemu finansowego, tradycji i historii rozwoju rynku usług finansowych oraz obowiązującego prawa. W przypadku systemu kontynentalnego usługi związane z bankowością inwestycyjną oferują banki uniwersalne, natomiast w systemie anglosaskim, gdzie rynek kapitałowy, a w szczególności giełdy papierów wartościowych odgrywają bardzo dużą rolę w kształtowaniu gospodarki, usługi bankowości inwestycyjnej oferują wyspecjalizowane instytucje pośrednictwa finansowego – banki inwestycyjne. Czynnikiem mającym wpływ na taki stan jest wprowadzona w przeszłości segmentacja rynku finansowego, implikująca powstawanie instytucji specjalizujących się w określonych usługach.

Rozwój bankowości inwestycyjnej można podzielić na trzy etapy¹⁴. W pierwszym, który przypada na początek XIX w., dominującymi usługami było pośrednictwo oraz usługi związane z organizowaniem i gwarantowaniem emisji papierów wartościowych. W drugim etapie zakres bankowości inwestycyjnej rozszerzył się na operacje dealerskie i brokerskie dyskontowane na rynku wtórnym. Pojawiły się również takie usługi, jak zarządzanie funduszami czy doradztwo w transakcjach restrukturyzacyjnych, np. w fuzjach i przejęciach. Trzeci etap, przypadający na początek lat

¹⁴ E. Gardener, P. Molyneux, *Investment Banking, Theory and Practice*, Plymouth 1996.

osiemdziesiątych XX w., to dominująca rola usług restrukturyzacyjnych, świadczonych podmiotom gospodarczym, a także dynamiczny rozwój zarządzania funduszami.

Dostrzeżono ciekawe prawidłowości dotyczące rozwoju bankowości inwestycyjnej. Okazuje się, iż jest ona uzależniona od poziomu koniunktury gospodarczej. W przeszłości największy wzrost występował w okresach wzrostu gospodarczego i stabilnej sytuacji makroekonomicznej. Poza tym zostało udowodnione, że regulacje prawne wprowadzające segmentację rynku finansowego oddziaływały, przynajmniej w pierwszym okresie, na tempo rozwoju bankowości inwestycyjnej. Prawidłowości tych dowodzą występujące fazy, jakie można wyróżnić w rozwoju bankowości inwestycyjnej w USA:

- okres do wybuchu wojny secesyjnej,
- okres pomiędzy wojną secesyjną a wybuchem wielkiego kryzysu w 1929 r.,
- okres zastoju do wybuchu II wojny światowej,
- dynamiczny rozwój po zakończeniu II wojny światowej,
- recesja w latach 70.,
- fala fuzji i przejęć w latach 80.¹⁴

Poza tymi ogólnymi tendencjami na rozwój bankowości inwestycyjnej miały wpływ następujące wydarzenia:

- wprowadzenie w roku 1933 Ustawy Banking Act, znanej jako Glass-Steagall Act,
- uchwalony i wprowadzony w życie w roku 1999 Gramm-Leach-Bliley Act, który zniósł obowiązywanie tego pierwszego.

Krótką charakterystyką tych aktów jest przedstawiona poniżej.

Po wielkim kryzysie, w czasie którego w latach 1929–1933 zbankrutowało ponad 8000 instytucji finansowych, postanowiono podjąć drastyczne kroki w celu rozwiązania problemu amerykańskiego systemu finansowego. Efektem tego działania stało się uchwalenie ustawy Glass-Steagall Act, zgodnie z którą banki

¹⁴ K. Czerkas, *op. cit.*, s. 42, za: Ch. R. Geist, *Wall Street. A History*, New York 1997.

obowiązywał zakaz łączenia działalności depozytowo-kredytowej z działalnością inwestycyjną.

Wskutek nacisków banków komercyjnych, Glass-Steagall Act podlegał stopniowej liberalizacji. W 1982 r. zezwolono m.in. na dokonywanie transakcji kupna i sprzedaży papierów wartościowych na zlecenie klienta (działalność brokerska), a także wprowadzono przepisy umożliwiające sprzedaż wierzytelności hipotecznych. Rynek obligacji hipotecznych osiągnął w roku 1986 wartość 150 mld USD. Natomiast banki komercyjne czerpały duże korzyści z tytułu prowizji od obrotu tego rodzaju obligacjami. W połowie lat 80. niektóre duże banki, m.in. Chase Manhattan, J.P. Morgan, Citicorp czy Bankers Trust zagroziły, że zrezygnują ze swego statusu banku komercyjnego, by móc swobodnie oferować usługi z dziedziny bankowości inwestycyjnej. Stwarzało to zagrożenia dla realizacji polityki monetarnej przez Bank Rezerwy Federalnej, gdyż wraz z rezygnacją ze statusu instytucji bankowej banki nie musiałyby utrzymywać rezerwy obowiązkowej.

Po krachu w 1987 r. bankowość inwestycyjna wkroczyła w kolejną fazę zmian. Bank Rezerwy Federalnej pozytywnie rozpatrzył wniosek kilku banków komercyjnych ze wschodniego wybrzeża i wyraził zgodę na oferowanie usług w postaci gwarantowania emisji papierów wartościowych w ich spółkach filialnych. Zgoda obejmowała następujące papiery wartościowe: krótkoterminowe papiery dłużne (*commercial papers*), obligacje zabezpieczone hipotecznie, obligacje municypalne i obligacje rządu USA. W 1989 r. Bank Rezerwy Federalnej dał bankom możliwość gwarantowania emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw (obligacji)¹⁵. Ostatnim ważnym wydarzeniem w dziedzinie bankowości inwestycyjnej było uchwalenie w roku 1999 ustawy znanej pod nazwą Gramm-Leach-Bliley Act, dzięki której amerykańskim bankom komercyjnym zezwolono świadczyć pełen zakres usług bankowości inwestycyjnej.

¹⁵ K. Czerkas, *op. cit.*, s. 43.

Rozwój bankowości inwestycyjnej był w pewnym stopniu związany z sytuacją w USA, lecz jej ostateczną pozycję kształtowały również i inne wydarzenia. Najważniejszym z nich było sformułowanie, jakie znalazło się w roku 1957 w treści Traktatu Rzymskiego, a odnoszące się do długookresowego celu, którym była konieczność ujednolicenia rynków finansowych w Europie. Kolejne decyzje w sprawach koordynacji polityki gospodarczej, kursowej i pieniężno-kredytowej zostały opracowane w latach: 1978 – decyzja o utworzeniu Europejskiego Systemu Walutowego; 1986 – pełna liberalizacja przepływów kapitałowych; 1990 – znowelizowana decyzja o współpracy banków centralnych państw członkowskich; 1991 – decyzja o utworzeniu Unii Walutowej¹⁶.

W rezultacie przemian, które zaszły na przestrzeni ponad stu lat, bankowość inwestycyjna zajmuje dominującą pozycję na rynku korporacyjnych usług finansowych na świecie, a usługi bankowości inwestycyjnej świadczą banki inwestycyjne i uniwersalne, domy maklerskie oraz inne instytucje finansowe i parafinansowe. Dzięki temu klienci indywidualni, a przede wszystkim instytucjonalni – głównie przedsiębiorstwa, mogą korzystać z szerokiej oferty usług (o wysokiej jakości) świadczonych przez te instytucje na rynkach kapitałowych.

¹⁶ Szersze ujęcie rysu historycznego bankowości inwestycyjnej, zarówno w Europie, jak i na świecie, można znaleźć w opracowaniu: J. Konieczny, *op. cit.*, s. 35.

Rozdział 2

Bankowość inwestycyjna w gospodarkach państw wysoko rozwiniętych

W państwach wysoko rozwiniętych banki inwestycyjne odgrywają ważną rolę, jaką jest m.in. łączenie interesów podmiotów poszukujących środków finansowych z potencjalnymi inwestorami, doradztwo w zakresie działalności przedsiębiorstw, poprawy ich sytuacji finansowej oraz w przeprowadzaniu różnych form ich przekształceń. Instytucje zajmujące się świadczeniem wyżej wymienionych usług tworzą konkurencję innym pośrednikom w efektywnej alokacji kapitału. Zyski z takiej właśnie sytuacji czerpią dwie strony transakcji – zarówno podmioty poszukujące kapitału, gdyż mają możliwość wyboru optymalnego sposobu finansowania, jak i inwestorzy, bowiem mogą dokonywać wyboru pomiędzy różnymi oferowanymi instrumentami finansowymi. Różnorodność oferty usług bankowości inwestycyjnej w poszczególnych państwach jest uzależniona od tego, jaki typ systemu finansowego w nich przeważa.

Ciągły rozwój tego rodzaju bankowości, związany z procesami deregulacji oraz globalizacji rynków finansowych, spowodował rosnące zainteresowanie ze strony inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych usługami w dziedzinie zarządzania aktywami oraz zarządzania ryzykiem. W latach sześćdziesiątych XX w.

powstał tzw. eurorynek, który potwierdził proces umiędzynarodowienia się rynków finansowych. Na eurorynku przedmiotem obrotu są również instrumenty finansowe denominowane w walucie innej niż waluta kraju, w którym przeprowadzana jest transakcja. Idąc dalej tym tokiem rozumowania, można powiedzieć, że eurowaluty to waluty zdeponowane poza krajem pochodzenia, np. zdeponowane w londyńskim banku dolary stają się eurodolarami, a jeny – eurojenami. Oferta eurorynku obejmuje w większości przypadków te same rodzaje usług i papierów wartościowych, jakie są dostępne na rynkach krajowych. Eurowaluty można depozytować zarówno na krótkie okresy, jak i na dłuższy czas. W nich zaciągane są pożyczki bądź pozyskiwane środki przez zawieranie zobowiązań dłużnych czy też emisję obligacji. Pierwsze transakcje na eurorynku w Londynie zawierały banki amerykańskie; do dnia dzisiejszego największym ośrodkiem transakcji eurowalutowych jest Londyn.

W celu sprostania wysokim wymaganiom stawianym przez aktualnych, a także potencjalnych klientów, banki inwestycyjne prowadzą również działalność analityczną: publikują raporty, wydają oceny oraz rekomendacje. Podejmowanie wymienionych wyżej działań wpływa na kształtowanie zainteresowań danym rynkiem finansowym lub jego segmentem. W konsekwencji w sposób istotny wpływają one na popyt na różnorakie usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej, które zostały omówione w dalszej części podręcznika.

2.1. Charakterystyka typowych usług znajdujących się w ofercie banków inwestycyjnych

2.1.1. Pozyskiwanie środków na cele inwestycyjne

Ten zakres działań banków inwestycyjnych obejmuje całość operacji związanych z emisją udziałowych i dłużnych papierów wartościowych oraz organizowanie kredytów inwestycyjnych przez banki inwestycyjne. Obrót papierami warto-

ściowymi to podstawowy obszar aktywności banków inwestycyjnych i wiąże się z realizowaniem przez rynek kapitałowy alokacyjnej funkcji systemu finansowego. Z roku na rok europejskie instytucje finansowe zwiększają swój udział w światowej wartości emisji papierów wartościowych. W USA ok. 60% długu przedsiębiorstw ma postać obligacji lub innych papierów dłużnych (tylko 40% stanowi kredyt), podczas gdy w państwach o kontynentalnym systemie finansowym ta wartość jest zdecydowanie mniejsza, np. we Francji stanowi jedynie ok. 35% całego długu przedsiębiorstw, w Hiszpanii i Holandii ok. 20%, we Włoszech ok. 10%, a w Niemczech ok. 2%¹⁷.

Udziałowe papiery wartościowe

Do udziałowych papierów wartościowych o charakterze własnościowym można zaliczyć akcje zwykłe, uprzywilejowane, zamienne oraz prawa poboru. Tak szeroka gama instrumentów stwarza duże możliwości dokonania wyboru jednego z nich, którego właściwości będą najbardziej odpowiadały emitentowi. Z reguły posiadanie akcji uprzywilejowanych stwarza ich posiadaczom określonego rodzaju preferencje, dotyczące np. prawa głosu (tak jest w większości państw europejskich z wyjątkiem Szwajcarii oraz w Stanach Zjednoczonych), prawa do dywidendy czy podziału majątku w przypadku ogłoszenia upadłości. Spółki coraz częściej decydują się na wprowadzanie swoich akcji do obrotu poza krajem, w których mają siedzibę, a w szczególności w większych centrach finansowych. Innym sposobem pozyskania kapitału jest emisja kwitów depozytowych. Najbardziej rozpowszechnione to tzw. ADR-y, Amerykańskie Kwity Depozytowe (*American Depositary Receipts*) oraz GDR-y, Globalne Kwity Depozytowe (*Global Depositary Receipts*), dla których głównymi ośrodkami obrotu są odpowiednio: Nowy Jork oraz Londyn i Frankfurt. Kwity depozy-

¹⁷ B. Kolecka, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz system gospodarki globalnej*, Warszawa 2003, s. 21.

to we ucieleśniają prawa do akcji spółki mającej siedzibę w innym kraju niż kraj miejsca siedziby podmiotu będącego ich emitentem.

Najważniejsze rodzaje usług związanych z obrotem papierami wartościowymi to:

- organizacja emisji papierów wartościowych dla innych podmiotów, w tym dla jednostek samorządu terytorialnego, organizacji społecznych, agend rządowych i fundacji prowadzących działalność gospodarczą,
- organizacja emisji własnych papierów wartościowych (akcji i obligacji) przez bank,
- pośrednictwo w zakresie sprzedaży papierów wartościowych (*selling agent*),
- gwarantowanie emisji papierów wartościowych (*underwriting*),
- bezpośrednia sprzedaż papierów wartościowych wybranym inwestorom (*private placement*).

Najważniejsze zalety finansowania działalności przedsiębiorstw przez emisję akcji to:

- uniknięcie kosztów obsługi zadłużenia,
- zakończona sukcesem emisja jest bardzo dobrym narzędziem marketingowym, bowiem zwiększa zaufanie do firmy,
- możliwość wykorzystania akcji, opcji na akcje lub praw poboru jako narzędzi wynagradzania oraz motywowania,
- duże rozproszenie akcjonariatu nie powoduje utraty władzy w przedsiębiorstwie (przy publicznej ofercie).

Wady takiego sposobu finansowania to:

- koszty tworzenia i publikacji prospektów emisyjnych i informacyjnych,
- koszty prowizji pobierane przy przeprowadzaniu emisji oraz koszty związane z obrotem na danym rynku,
- możliwość wystąpienia konfliktu interesów w przypadku rozdzielania własności i zarządu.

Porównując finansowanie za pomocą długu oraz emisji papierów wartościowych, należy zwrócić uwagę na regulacje praw-

ne dotyczące podatku dochodowego spółek oraz systemu podatkowego. W miarę zmniejszania się stawki podatku zmniejsza się opłacalność finansowania przez zaciąganie zobowiązań w postaci kredytów, a wzrasta atrakcyjność przeprowadzenia emisji papierów wartościowych, co jest związane z istotą działania dźwigni finansowej. Państwo może dodatkowo zachęcić przedsiębiorstwa do stosowania tego drugiego sposobu pozyskiwania środków finansowych dzięki stworzeniu dodatkowych zachęt, np. w postaci zwolnienia z podatku od dywidendy.

Sprzedaż akcji może zostać przeprowadzona w trybie publicznej sprzedaży lub oferty zamkniętej, skierowanej do wybranych inwestorów. W pierwszym przypadku firma musi spełnić wymogi prawne oraz regulacje obowiązujące na danym rynku kapitałowym, które dotyczą m.in. sposobu oraz rodzaju obligatoryjnie przekazywanych do publicznej wiadomości informacji. Prywatne lokowanie emisji nie wymaga spełnienia wymienionych powyżej warunków, a zatem nie wymaga ponoszenia wysokich kosztów stałych związanych z ofertą publiczną, a w konsekwencji nie podwyższa kosztu kapitału. Dochodzi do skutku w wyniku umowy między emitentem a inwestorem, zawieranej przy udziale firmy doradczej lub banku inwestycyjnego. Na taki rodzaj emisji papierów wartościowych decydują się najczęściej firmy niebędące spółkami akcyjnymi lub spółki akcyjne, które z różnych względów nie mogą lub nie chcą przeprowadzić emisji publicznej. Należy jednak pamiętać, że taka forma emisji akcji powoduje, iż ich cena osiąga zazwyczaj nie więcej niż 50% ceny akcji oferowanych w emisji publicznej. W przypadku organizowania publicznej emisji papierów wartościowych banki inwestycyjne oferują szeroką gamę usług, a szczególnego znaczenia nabiera właściwa wycena wprowadzanych na rynek papierów wartościowych i wybór odpowiedniego momentu ich wprowadzenia, zależnego od sytuacji na rynku kapitałowym. Jest to usługa kosztowna, oferowana z reguły relatywnie dużym przedsiębiorstwom; jej koszt może być uzależniony od tego, na jakim rynku spółka będzie notowana: na rynku giełdowym czy

pozagiełdowym. Ten pierwszy stawia największe wymagania podmiotom, których akcje są na nim notowane, ale jednocześnie jest najbardziej prestiżowy. Z kolei rynek pozagiełdowy stawia mniejsze wymagania spółkom, co powoduje, że na nim najczęściej notowane są spółki mniejsze, rozwijające się, poszukujące kapitału. Spółka nabywająca status spółki publicznej ma obowiązek wprowadzania do obrotu każdej kolejnej emisji akcji.

Najważniejsze korzyści wynikające z wprowadzenia akcji do publicznego obrotu to:

- możliwość korzystania z kapitału znajdującego się na rynku publicznym,
- dokonywanie rynkowej wyceny akcji,
- wzrost prestiżu przedsiębiorstwa – czynnik marketingowy,
- z reguły wysoka płynność rynku umożliwia szybki obrót walorami.

Natomiast wady upublicznienia spółki to:

- konieczność przekazywania informacji bieżących i okresowych dotyczących przedsiębiorstwa,
- koszty emisji i obrotu giełdowego,
- wzrost odpowiedzialności kadry zarządzającej, gdyż to na niej spoczywa obowiązek prowadzenia określonej polityki informacyjnej¹⁸.

W pierwszym etapie wprowadzania nowych papierów wartościowych instytucja finansowa świadcząca taką usługę (bank inwestycyjny, dom maklerski, wyspecjalizowana filia banku komercyjnego lub bank uniwersalny) dokonuje analizy wykonalności przedsięwzięcia, które ma zostać sfinansowane i ocenia koszty oraz celowość jego realizacji. Następnie wybiera instrument finansowy (kapitał – akcje lub dług – obligacje). W drugim etapie przygotowywane są dokumenty wymagane przy wprowadzaniu papierów wartościowych do publicznego obrotu, takie jak np. prospekt emisyjny, który zawiera podstawowe informacje o emittencie i emisji. W przypadku rozwiniętych rynków kapitałowych,

¹⁸ R. Walkiewicz, *op. cit.*, s. 106.

bank inwestycyjny przygotowujący emisję obligacji konsultuje się z odpowiednimi agencjami ratingowymi (np. Fitch, Standard and Poor's lub Moody's).

Bank inwestycyjny lub inna instytucja finansowa, działając jako gwarant emisji (*underwriter*), może zobowiązać się do wykupu emisji po z góry ustalonej cenie oraz do rozprowadzenia jej na własny rachunek i ryzyko (*firm commitment*). Tym samym przejmuje na siebie ryzyko spadku ceny papierów wartościowych lub też ich niedostatecznego popytu. W tym przypadku główny przychód instytucji finansowej zajmującej się bankowością inwestycyjną wynika z różnicy pomiędzy ceną zakupu papierów wartościowych a ceną odsprzedaży tych papierów przez instytucję innym inwestorom. Instytucja finansowa może też pomagać w dystrybucji papierów wartościowych, zawierając umowę *best effort agreement*, tj. z zachowaniem należytej staranności, bez gwarancji objęcia papierów wartościowych w razie braku nabywców. Największą zaletą takiego rozwiązania dla zlecającego są niższe koszty operacji, natomiast wadą jest konieczność poniesienia ryzyka związanego z możliwością nieuplasowania emisji po ustalonej cenie na rynku. Spotykane jest również tworzenie przez instytucje finansowe, pełniące funkcję underwriterów, syndykatu emisyjnego, będącego gwarantem emisji.

Zarówno na świecie, jak i w Polsce coraz częściej przy pierwszej ofercie publicznej przedsiębiorstwa decydują się na badanie popytu i ceny, jaką skłonni są zaakceptować inwestorzy, czyli tworzenie tzw. księgi popytu (*book building*). Tak określona cena staje się najczęściej ceną sprzedaży akcji.

Niestety, na skutek pogorszenia się koniunktury na rynkach światowych, począwszy od 2000 r. drastycznie zmniejszyła się liczba tzw. pierwszych ofert publicznych (IPO): w I połowie roku 2001 wynosiła ona na świecie 48,5 mld USD przy 111,5 mld USD w I połowie 2000 r., natomiast w Europie w analogicznym okresie nastąpił spadek do 19,5 mld USD z 49,2 mld USD¹⁹.

¹⁹ B. Kolečka, *op. cit.*, s. 26.

Banki inwestycyjne odgrywają ważną rolę nie tylko w obrocie pierwotnym (wprowadzenie akcji na rynek), ale również w obrocie wtórnym (obróć na określonym rynku), działając jako broker dyskontowy (*discount broker*) lub dealer. Broker przyjmuje zlecenia kupna i sprzedaży wybranych instrumentów finansowych, przekazuje je na rynek regulowany w formie zlecenia maklerskiego. Natomiast działalność dealerska to nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych w celu osiągnięcia zysku. Broker odpowiada za rozliczenie transakcji papierów wartościowych oraz pieniężnych. W przypadku gdy akcje są przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym, banki inwestycyjne bądź domy maklerskie odgrywają rolę tzw. organizatorów rynku (*market makers*), zobowiązanych do utrzymywania płynności tych walorów, a także prowadzenia księgi inwentarzowej akcji. Należy podkreślić, iż pełnienie funkcji kreatora rynku wiąże się z koniecznością zaangażowania własnego kapitału oraz niesie z sobą ryzyko, w następstwie czego następuje otwarcie pozycji przeciwnych (w przypadku opcji czy kontraktów terminowych).

Obrót papierami wartościowymi jest istotnym źródłem dochodów banków inwestycyjnych. Podmiotami odgrywającymi największą rolę są duże amerykańskie banki, takie jak: Goldman Sachs, Merrill Lynch czy Schroeder Salomon Smith Barney oraz europejskie, m.in.: UBS Warburg, Deutsche Bank, Dresdner Bank.

Emisja dłużnych papierów wartościowych

Emisja dłużnych papierów wartościowych jest alternatywnym w stosunku do emisji udziałowych papierów wartościowych sposobem pozyskania środków finansowych przez przedsiębiorstwo. Na takie działanie decydują się przedsiębiorstwa, które nie chcą podwyższać wysokości swojego kapitału, spółki niebędące spółkami akcyjnymi lub inne podmioty, takie jak instytucje publiczne, agendy rządowe, Skarb Państwa czy instytucje finansowe.

Papiery dłużne ze względu na okres, na jaki są emitowane, można podzielić na:

– długo- lub średnioterminowe (termin zapadalności powyżej roku), np. obligacje, obligacje zamienne czy municypalne,

– krótkoterminowe, tzw. Krótkoterminowe Papiery Dłużne (KPD, nazywane też Commercial Papers), których termin zapadalności nie przekracza roku, np. weksle, bony komercyjne.

Z punktu widzenia sposobów naliczania i wypłacania oprocentowania można wyróżnić obligacje:

– o stałym oprocentowaniu, gwarantujące inwestorowi stały przychód,

– o zmiennym oprocentowaniu, czyli przynoszące zmienny przychód; z uwagi na uwarunkowania, przykładem mogą być m.in. obligacje indeksowane, których oprocentowanie jest zależne od stopy inflacji,

– o kuponie zerowym, czyli sprzedawane z tzw. dyskontem; oznacza to, iż cena sprzedaży jest niższa od ich wartości nominalnej, a cena odkupu jest równa ich wartości nominalnej.

Podobnie jak wcześniej opisane sposoby finansowania, także i ten posiada zarówno zalety, jak i niedogodności. Do najważniejszych zalet papierów dłużnych zaliczamy:

– możliwość dotarcia z ofertą do wielu inwestorów, także tych spoza kręgu instytucji kredytowych,

– efektywne i elastyczne pozyskanie kapitału,

– wykorzystanie emisji w celach marketingowych,

– zazwyczaj niższe koszty niż w przypadku emisji akcji (chyba, że emisja będzie skierowana na rynek publiczny, ewentualnie koszty mogą zostać podwyższone w przypadku konieczności zabezpieczenia wyemitowanych obligacji).

W ostatnich dwóch, trzech latach widoczny jest duży wzrost zainteresowania tą formą pozyskiwania środków; znaczący wpływ na taką sytuację miał wolniejszy od zakładanego wzrost gospodarczy w USA oraz w Europie, co następnie wpłynęło na wysokość stóp procentowych.

Przedsiębiorstwa korzystają również z emisji obligacji zamiennych na akcje. Takie emisje mają miejsce w momencie, gdy nastę-

puje dekoninktura na rynkach finansowych: kursy akcji znajdują się na niskim poziomie, a ich emisja jest nieopłacalna, ponieważ oferta nie spotka się z oczekiwanym popytem ze strony inwestorów. Obligacje zamienne dają prawo do otrzymania w określonej proporcji akcji w zamian za posiadane obligacje. Niekiedy przedsiębiorstwo w warunkach emisji zastrzega sobie możliwość wykupienia obligacji zamiennych w zamian za nieskorzystanie z prawa do objęcia akcji. Ma to na celu niedopuszczenie do przejcia kontroli nad podmiotem przez obligatariuszy lub do zbytniego rozproszenia własności. Największymi pośrednikami na rynku obligacji zamiennych są: Merrill Lynch, który w 2001 r. z tytułu transakcji związanych z emisj obligacji zamiennych uzyskał przychody w wysokości 29,8 mld USD; Goldman Sachs – odpowiednio 21 mld USD, Morgan Stanley – 19,8 mld USD, Schroeder Salomon Smith Barney – 19,8 mld USD, Credit Suisse First Boston – 17,7 mld USD²⁰.

W przeciwieństwie do obligacji, które są długoterminowymi papierami dłużnymi, na rynku często spotykane są również krótkoterminowe papiery dłużne, tzw. KPD. S one najczęściej wyłączone z publicznego obrotu, a w zaleźności od emitującej je instytucji finansowej i przepisów prawnych obowiązujących w danym państwie noszą one nazw bonów komercyjnych, handlowych lub weksli komercyjnych. Podobnie do obligacji, które są substytutem dla długoterminowego kredytu, takż KPD mogą zastępować kredyty, z tym że KPD, pomimo krótkoterminowego charakteru, mogą stanowić nie tylko formę pozyskania środków obrotowych, lecz również, przez tzw. rolowanie emisji, stać się Źródłem pieniądza średnio- i długoterminowego. Rolowanie polega na tym, że transakcja wykupu dłużnych papierów wartościowych jest zastępowana przez przeprowadzenie kolejnej ich emisji i objęcie jej przez dotychczasowych właścicieli KPD. Wynika z tego, że KPD mogą być również substytutem dla średnio- i długoterminowych kredytów. Z reguły KPD nie są zabezpieczone, a wyjątkiem są

²⁰ Dane za: A. Hill, *Little comfort for banks from mergers and IPOs*, „Financial Times”, 2 styczeń 2002.

emisję z gwarancją wykupu przez podmiot trzeci, który z reguły jest spółką matką emitenta. Pewnego rodzaju zabezpieczeniem może być zobowiązanie instytucji plasującej KPD do odkupienia emisji w określonym czasie po oznaczonej cenie.

Emitenci coraz częściej wykorzystują różnorakie możliwości plasowania emisji, stąd wypuszczają obligacje przeznaczone na zagraniczne i międzynarodowe rynki kapitałowe w postaci euroobligacji i eurobonów. Obligacje zagraniczne i międzynarodowe są denominowane w walucie innej niż waluta kraju emitenta, wprowadzane na rynek kapitałowy państwa, w którego walucie są denominowane. Z kolei euroobligacje są obligacjami międzynarodowymi denominowanymi w eurowalucie i emitowane poza krajem pochodzenia tej waluty. Eurowaluta nie podlega ograniczeniom przepływów kapitałowych obowiązujących w kraju pochodzenia ani inwestycyjnym, w związku z czym jest lokowana na eurorynku w papiery dłużne – euroobligacje, eurobony, euroweksle komercyjne. Rynek ten nie jest regulowany, stąd cechuje go duża niepewność, a stosowane stopy procentowe są zbliżone do stóp procentowych kraju pochodzenia poszczególnych eurowalut. W Stanach Zjednoczonych oraz Wielkiej Brytanii dochody z tytułu posiadania euroobligacji nie podlegają opodatkowaniu podatkiem od zysków kapitałowych, przez co stają się konkurencyjne zarówno dla emitentów, jak i dla inwestorów, odpowiednio ze względu na niższy koszt i korzystniejsze warunki inwestowania.

Na emisję KPD składa się szereg działań, które mogą być wykonywane przez różne podmioty. Najczęściej jednak to jedna instytucja finansowa odpowiada za cały proces, na który składają się:

1. przygotowanie dokumentacji emisji – funkcja organizatora,
2. organizacja systemu płatności – funkcja agenta rozliczeniowego,
3. przechowywanie papierów wartościowych – funkcja powiernika,

4. uplasowanie emisji – funkcja agenta sprzedającego,
5. organizacja rynku wtórnego – funkcja *market makera*,
6. zapewnienie żądanego finansowania – funkcja gwaranta⁴¹.

Pomimo tego, iż banki inwestycyjne oferują dla przedsiębiorstw substytuty kredytów bankowych, także i one mogą udzielać oraz pośredniczyć w udzielaniu kredytów inwestycyjnych. Następuje to przez poszukiwanie podmiotu skłonnego udzielić takiego kredytu oraz negocjowanie warunków jego udzielenia.

2.1.2. Zarządzanie aktywami

Zarządzanie aktywami wchodzi w skład usług oferowanych przez banki oraz firmy inwestycyjne. Na mocy zawartej umowy bank inwestycyjny zobowiązuje się m.in. do nabywania i zbywania papierów wartościowych w granicach posiadanych środków pieniężnych. W zależności od określonych w umowie warunków klient może wpływać na politykę inwestycyjną lub pozostawić to w gestii instytucji finansowej. Portfele mogą mieć charakter standardowy lub zindywidualizowany, w zależności od poziomu ryzyka (np. portfel papierów dłużnych lub akcji) czy też płynności. Dla portfeli standardowych określana jest minimalna wartość aktywów powierzonych do zarządzania, w przypadku tych drugich na wyższym poziomie. Warto wspomnieć, iż opłaty dla portfeli złożonych z instrumentów dłużnych pobierane są w postaci prowizji, której wysokość jest określona procentowo od wartości zarządzanych aktywów, podczas gdy przy portfelach akcyjnych lub innych instrumentów finansowych stosuje się tzw. wynagrodzenie za sukces. Polega to na tym, iż w momencie gdy zarządzający osiągnie stopę zwrotu wyższą niż określona zwykle w umowie wartość (tzw. benchmark), to zwrot ponad tą wartość dzielony jest (w sposób także zapisany w umowie) pomiędzy inwestora i zarządzającego.

Z usług zarządzania aktywami korzystają najczęściej przedsiębiorstwa osiągające nadwyżki finansowe, fundusze inwestycyjne bądź

⁴¹ R. Walkiewicz, *op. cit.*, s. 85.

emerytalne oraz zamożne osoby fizyczne w sytuacji, gdy wielkość środków finansowych przekazywanych instytucjom zarządzającym aktywami nie uzasadnia tworzenia własnej infrastruktury analitycznej lub w sytuacji, w której przedsiębiorstwo nie chce samodzielnie konstruować i zarządzać swoim portfelem inwestycyjnym.

W państwach należących do najzamożniejszych gospodarek świata można zaobserwować bardzo duże zainteresowanie inwestowaniem w różnego rodzaju fundusze inwestycyjne i emerytalne. Potwierdzeniem tej tezy są Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Wpływ na skłonność społeczeństwa do inwestowania ma m.in. niski poziom świadczeń społecznych oraz system ulg podatkowych; np. w Wielkiej Brytanii w 1987 r. wprowadzono system ulg podatkowych dla inwestujących na rynku kapitałowym (PEP – *Personal Equity Plan*), uprawniający do zwolnienia z podatku dochodowego i od zysków kapitałowych, zastąpiony pod koniec lat dziewięćdziesiątych przez ISA (*Individual Savings Accounts*). Opisana powyżej sytuacja ulega stopniowo zmianie w związku z koniecznością wypełnienia kryteriów Unii Gospodarczej i Walutowej, a także na skutek przeprowadzanych w Europie reform systemu emerytalnego. Stosowany dotychczas system repartycyjny jest zastępowany przez nowy, oparty na funduszach emerytalnych, do których trafiają i kapitalizowane są indywidualne składki na ubezpieczenie społeczne uczestników – członków funduszy.

Banki inwestycyjne często wyodrębniają ze swojej struktury jednostkę świadczącą usługi z zakresu zarządzania aktywami. Przykładem jest Merrill Lynch, który w 2000 r. wydzielił Merrill Lynch Investment Managers jako samodzielną jednostkę zarządzającą aktywami klientów instytucjonalnych oraz indywidualnych. Podobnie jest i w Polsce, gdzie ING Bank Śląski S.A. wydzielił spółkę od niego zależną – ING Investment Management (Polska) S.A., Citibank Handlowy utworzył spółkę Handlowy Zarządzanie Aktywami S.A. (HanZA), a Deutsche Bank wydzielił Deutsche Assets Management S.A.

Fundusze inwestycyjne

W dalszej części omawiania kwestii zarządzania własnymi oraz obcymi aktywami przez prowadzenie portfela papierów wartościowych, scharakteryzowana została istota działania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, które w zakresie alokacji nadwyżek finansowych stanowią alternatywę w stosunku do banków inwestycyjnych czy też innych instytucji finansowych.

W praktyce można się spotkać z sytuacją, w której fundusz inwestycyjny powierza zarządzanie jego portfelem wyspecjalizowanej instytucji finansowej, takiej jak bank inwestycyjny lub też specjalnie powołanej do tego spółce zewnętrznej.

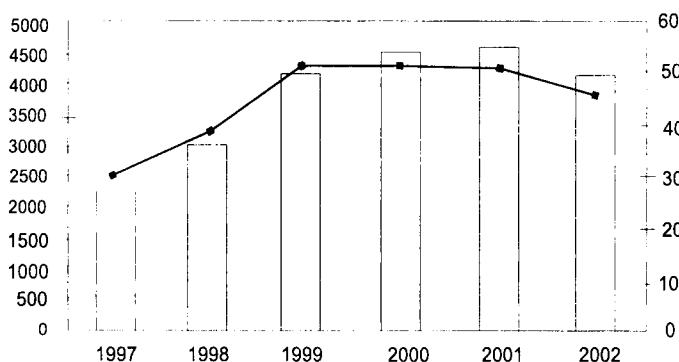
W związku z tym, iż do funduszy inwestycyjnych można wnieść niższy wkład, niż ma to miejsce w przypadku indywidualnego zarządzania portfelem papierów wartościowych, z tej formy inwestowania korzystają przede wszystkim drobni i średniozamożni inwestorzy. Fundusze inwestycyjne są instytucjami, które zarządzają powierzonymi im środkami pieniężnymi w sposób uzgodniony z inwestorem lub przepisami prawa. W przypadku gdy fundusze oferują swoje usługi w obrocie publicznym zazwyczaj podlegają bardziej szczegółowym regulacjom prawnym, niż gdy oferują swoje usługi w obrocie prywatnym.

Fundusze inwestycyjne dążą do osiągnięcia ustalonych przepisami prawa celów, przestrzegając przy tym określonych tam sposobów ich osiągnięcia. Najważniejszymi celami są:

- zapewnienie bezpieczeństwa inwestycji,
- zwiększanie wartości powierzonego kapitału, zapewnienie stałych dochodów wypłacanych w formie dywidendy (gdy inwestycja dokonywana jest w akcje lub inne papiery wartościowe o stałym dochodzie),
- zapewnienie wymaganej płynności inwestycji.

Według danych Europejskiej Federacji Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych (FEFSI – Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement), instytucji skupiającej towarzystwa i fundusze inwestycyjne państw będących „starymi” członkami

UE, a także Czech, Węgier, Norwegii, księstwa Liechtensteinu, Polski, Słowacji oraz Szwajcarii, która reprezentuje około 900 firm zarządzających funduszami i ponad 41 tysięcy funduszy inwestycyjnych o aktywach 4,5 bln EUR, stosunek procentowy sumy aktywów netto funduszy inwestycyjnych działających na terenie UE do liczonego łącznie PKB w tych państwach wzrósł z 31% w roku 1997 do 45% w roku 2002⁴⁴; w 1997 r. wartość aktywów zgromadzonych przez wszystkie fundusze inwestycyjne na świecie wynosiła 9,7 bln EUR, z czego 5,9 bln EUR przypadało na fundusze działające w USA (61%), 2,6 bln EUR (29%) na fundusze europejskie, zaś 0,4 bln EUR (4,3%) na fundusze japońskie.



□ Aktywa funduszy inwestycyjnych w UE, w mld euro; skala lewa
 — Wartość aktywów netto funduszy w relacji (%) do PKB państw UE; skala prawa

Rys. 2. Trendy w krajach UE w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych

Źródło: www.fefsi.org.

⁴⁴ Raport FEFSI dostępny na www.fefsi.org.

Na rynku istnieje wiele typów funduszy inwestycyjnych, a ich charakter zależy od tradycji oraz uwarunkowań prawnych i podatkowych w danym państwie. W funduszach utworzonych w formie spółki inwestorzy są jednocześnie udziałowcami posiadającymi w tej spółce prawa majątkowe i korporacyjne, natomiast w funduszach umownych (np. fundusz powierniczy) majątek funduszu, którego inwestorzy są współwłaścicielami, jest odrębny w stosunku do majątku spółki zarządzającej. Najbardziej ogólny podział funduszy wyróżnia fundusze otwarte (*mutual funds*) i zamknięte (*closed-end investment funds*). Fundusze otwarte oferują inwestorom jednostki uczestnictwa, które nie podlegają dalszemu obrotowi. Ich wartość jest uzależniona od efektów obranej strategii inwestycyjnej i zmienia się wraz z wahaniami kursów instrumentów finansowych wchodzących w skład portfela funduszu. W ramach ograniczeń związanych z obowiązującymi w danym państwie przepisami, tworzone są fundusze inwestycyjne otwarte o różnych strategiach inwestycyjnych. W Stanach Zjednoczonych działa około 20 różnych rodzajów ich typów (tabela 1), których podział został dokonany ze względu na przyjętą strategię inwestowania.

Tabela 1. Rodzaje funduszy inwestycyjnych według klasyfikacji Investment Company Institute²⁵

Fundusze akcyjne
Przedmiotem inwestycji są głównie akcje zwykłe, z założeniem długoterminowego wzrostu
<ul style="list-style-type: none"> – fundusz agresywnego wzrostu; maksymalna aprecjacja kursu bez bieżących dochodów – fundusz wzrostu; aprecjacja kapitału z umiarkowanym bieżącym dochodem – fundusz wzrostu i dochodu; aprecjacja kapitału ze stabilnym bieżącym dochodem – fundusz akcyjno-międzynarodowy; aprecjacja kapitału spoza Stanów Zjednoczonych – fundusz akcyjno-globalny; aprecjacja kapitału z akcji i spoza Stanów Zjednoczonych

²⁵ Organizacja badająca rynek otwartych funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych.

ciąg dalszy Tabeli 1.

<p align="center">Fundusze dłużno-akcyjne Inwestują w akcje i dług długoterminowy, z założeniem długoterminowego wzrostu i bieżącego dochodu</p>
<ul style="list-style-type: none"> – fundusz akcyjno-dochodowy – wysoki dochód z akcji o historycznie wysokich dywidendach – fundusz portfel elastyczny – akcje, obligacje i inne płynne aktywa zależne od warunków rynkowych – fundusz zbilansowany – aprecjacja kapitału, bieżący dochód i stabilność wartości – fundusz dochodowy – zróżnicowany, wysoki bieżący dochód zarówno z akcji, jak i obligacji
<p align="center">Fundusze papierów dłużnych Inwestują w długoterminowe obligacje w celu generowania bieżącego dochodu</p>
<ul style="list-style-type: none"> – fundusz narodowy municypalny; obligacje municypalne dowolnych stanów – fundusz stanowy municypalny; obligacje municypalne określonych stanów – fundusz dochodowy obligacji; mieszanka obligacji skarbowych i obligacji przedsiębiorstw – fundusz skarbowy; papiery skarbowe – fundusz GNMA; papiery hipoteczne – fundusz globalny dłużny; obligacje emitentów z i spoza Stanów Zjednoczonych – fundusz obligacji przedsiębiorstw; zdywersyfikowany portfel obligacji przedsiębiorstw – fundusz obligacji wysokiego zwrotu; co najmniej 2/3 aktywów w obligacjach przedsiębiorstw o ratingu niższym od inwestycyjnego
<p align="center">Fundusze rynku pieniężnego Inwestują w krótkoterminowe, bardzo płynne papiery wartościowe</p>
<ul style="list-style-type: none"> – fundusz nieopodatkowany, narodowy krótkoterminowy dług stanowy i rządów lokalnych – fundusz nieopodatkowany, stanowy krótkoterminowy dług określonych stanów i rządów lokalnych – fundusz opodatkowany krótkoterminowy dług skarbu państwa i przedsiębiorstw

Źródło: R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001, s. 45, za: Investment Company Institute.

Drugim charakterystycznym rodzajem funduszu inwestycyjnego jest fundusz zamknięty, emitujący certyfikaty inwestycyjne. Są to papiery wartościowe, których liczba – w odróżnieniu od liczby jednostek uczestnictwa funduszy otwartych – jest stała i może się zmieniać tylko w przypadku nowych emisji. Możliwość obrotu certyfikatami inwestycyjnymi poprawia ich płynność i stwarza możliwość swobodnego obrotu. Posiadacze certyfikatów inwestycyjnych uzyskują dochody z tytułu dywidend oraz zysków kapitałowych. Specyficznym przypadkiem jest fundusz akumulacyjny, w którym to dochody są reinwestowane, zwiększając wartość jednostek uczestnictwa. Ceny udziałów w funduszu inwestycyjnym zamkniętym są równe wartości aktywów netto (NAV – *Net Asset Value*) funduszy, czyli wartości rynkowej aktywów znajdujących się w portfelu przypadających na jeden udział i pomniejszony lub powiększony o określone opłaty.

W niektórych państwach, można się spotkać z funduszami mieszanymi, czyli podmiotami posiadającymi cechy funduszu otwartego i zamkniętego; w Polsce przykładem takiego funduszu oferowanego przez CA IB Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. jest fundusz CAIB Fundusz Inwestycyjny Mieszany – Pro Lokata. Natomiast w Stanach Zjednoczonych popularnym rodzajem funduszu jest tzw. *Unit Investment Trust*, którego działalność polega na utrzymywaniu stałego portfela akcji, obligacji lub innych instrumentów finansowych. Jednostki uczestnictwa są sprzedawane inwestorom, których dochody wynikają ze wzrostu wartości papierów znajdujących się w funduszu. Fundusz z reguły jest tworzony na określony czas. W Polsce na podobnych zasadach działa tzw. zbiorczy portfel papierów wartościowych, tworzony i zarządzany przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Jego działanie jest normowane przepisami Ustawy o funduszach inwestycyjnych⁴¹.

⁴¹ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 933 (z późniejszymi zmianami).

Na przestrzeni lat zmieniał się cel działalności funduszy, a także powstawały nowe rodzaje funduszy, oferujące zróżnicowane możliwości inwestycyjne. Początkowo głównym celem ich działalności była ochrona wartości wkładów przez dywersyfikację ryzyka, natomiast obecnie fundusze specjalizują się w określonym sektorze rynku lub rodzaju aktywów, a nierzadko nawet pod względem geograficznym. Fundusze inwestycyjne na przestrzeni lat zmieniły swoje podejście do realizacji praw z tytułu własności posiadanych akcji spółek. Zaczęły aktywnie uczestniczyć w podejmowaniu przez spółki decyzji dotyczących ich działania oraz współdecydować o sposobie zarządzania spółkami. Fundusze otwarte i zamknięte mają teraz więcej konkurentów, gdyż coraz bardziej popularne stają się prywatne fundusze inwestycyjne. Wśród nich na uwagę zasługują fundusze hedgingowe, *private equity* oraz *venture capital*. Fundusze hedgingowe są nierejestrowanymi, prywatnymi funduszami inwestycyjnymi, które funkcjonują na podstawie umów między funduszem a inwestorami. Specjalizują się w inwestowaniu kapitału, najczęściej pożyczonego, w instrumenty pochodne, z zastosowaniem tzw. dźwigni finansowej. W związku z brakiem szczegółowych regulacji fundusze te są przeznaczone dla dużych i doświadczonych inwestorów. Zasady działania funduszy typu *venture capital* oraz *private equity* zastaną omówione w dalszej części tego rozdziału.

Fundusze emerytalne

Fundusze emerytalne zaczęły w ostatnich latach odgrywać znaczącą rolę na rynku inwestorów instytucjonalnych. Głównym celem ich działalności jest lokowanie przekazywanych przez uczestników (inwestorów) środków, aby zagwarantować taką ich ilość, która wystarczy do zapewnienia obiecanej w planie wysokości emerytury. Fundusze emerytalne dokonują z reguły długoterminowych inwestycji w obligacje oraz akcje gwarantujące odpowiedni dochód.

Na rozwój prywatnych planów emerytalnych, w tym firmowych planów emerytalnych w świadczeniach emerytalnych, ogromny wpływ miał proces starzenia się społeczeństw w państwach wysoko rozwiniętych i obniżaniu wysokości świadczeń emerytalnych pochodzących z programów emerytalnych, w których udział jest obowiązkowy. Prywatne spółki mogą tworzyć plany emerytalne (tzw. Prywatne Plany Emerytalne), aby uzupełnić świadczenia z ubezpieczenia społecznego udzielonego w wyniku redystrybucji dochodów. Szczególną popularnością cieszą się w państwach, gdzie świadczenia te są relatywnie niskie w stosunku do wysokości płac.

Uwzględniając jako wyznacznik relację wartości aktywów tych funduszy w danym kraju do jego PKB, w roku 1998 plany emerytalne były najbardziej popularne w Holandii (141%), Szwajcarii (105%), Szwecji (90%), Danii (89%) oraz Wielkiej Brytanii (86%), a stosunkowo mało rozpowszechnione w Niemczech (12%), Francji (6%), Austrii i Hiszpanii (po 4%)²⁵. W przeszłości największą popularnością cieszyły się fundusze zapewniające po osiągnięciu wieku emerytalnego stały dochód, w których ryzyko inwestycyjne ponosi pracodawca.

Obecnie dominują fundusze emerytalne o stałej składce, a ryzykiem inwestycyjnym jest obarczony pracownik (często to on ma wpływ na wybór portfela inwestycyjnego). Tendencję tę umocnił spadek wartości aktywów funduszy emerytalnych wywołany pogorszeniem się koniunktury gospodarczej w latach 2000–2001. W USA ok. 50% firmowych funduszy emerytalnych to programy emerytalne o stałej składce.

Innym zjawiskiem związanym ze spadkiem wartości aktywów jest inwestowanie w bezpieczne aktywa w portfelach, przede wszystkim obligacje oraz dokładniejszy nadzór nad instytucjami finansowymi, którym powierzono zarządzanie firmowymi funduszami emerytalnymi.

²⁵ B. Kolečka, *op. cit.*, s. 40.

Fundusze typu *venture capital* i *private equity*

Private equity (PE) to pojęcie ogólniejsze – obejmuje wszelkie inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. *Venture capital* (VC) jest jedną z odmian *private equity*. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji. Fundusze PE mogą inwestować także w spółki dojrzałe, planujące wejście na giełdę w przyszłości, wymagające restrukturyzacji lub zmieniające właścicieli.

W Europie zachodniej popularną formą inwestycji PE jest udział w wykupie menedżerskim. Fundusze kupują zatem udziały/akcje przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie i starają się, aby wartość danego przedsiębiorstwa znacząco wzrosła – po to, by po kilku latach odsprzedać swe udziały/akcje z zyskiem. Właśnie dlatego interesy funduszy są zbieżne z interesem innych udziałowców przedsiębiorstwa, którym także zależy na jego wzroście. Fundusz PE/VC zarabia tylko wtedy, gdy zarabiają inni udziałowcy i razem z nimi ponosi ryzyko. Inwestorzy PE/VC są inwestorami aktywnymi, wspierającymi zarząd w realizacji programu rozwoju firmy i aktywnymi członkami rad nadzorczych. Fundusze VC tworzone są na określony czas, przy czym zazwyczaj jest to okres dziesięcioletni.

Należy wyodrębnić dwie fazy życia funduszu: inwestowania i realizowania zysków z przedsięwzięcia. Stąd, aby zapewnić stałe zyski banki inwestycyjne, najczęściej angażują swoje kapitały w co najmniej dwa towarzystwa funduszy VC o odpowiednio przesuniętej fazie cyklu życia funduszy. Przedmiotem inwestycji są spółki z określonych sektorów, takich jak informatyka, telekomunikacja czy biotechnologia, uważanych za najbardziej rozwojowe i przyszłościowe. Fundusze VC największą popularność zdobyły w USA oraz w Wielkiej Brytanii, Francji, Szwecji i Holandii.

2.1.3. Usługi doradcze

Usługi doradcze oferowane przedsiębiorstwom przez banki inwestycyjne i inne instytucje finansowe obejmują takie obszary działalności, jak ocena sytuacji przedsiębiorstwa, doradztwo przy fuzjach i przejęciach, emisjach, połączeniach, w sytuacji groźby wrogiego przejęcia, a także przygotowanie programów restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw.

Restrukturyzacja i prywatyzacja

Ograniczenie roli państwa w gospodarce państw Ameryki Łacińskiej i Europy przez zbywanie przedsiębiorstw państwowych inwestorom wpłynęło na rozwój usług związanych z doradztwem przy przeprowadzaniu procesów restrukturyzacji i prywatyzacji. W firmach prywatnych w Polsce, Czechach i na Węgrzech, podobnie jak w innych państwach Unii Europejskiej, pracuje ponad 50% ogółu osób zatrudnionych. Eksperti z Banku Światowego wskazują, iż dla dużych i średnich przedsiębiorstw najlepiej jest znaleźć na drodze przetargu inwestora strategicznego z zewnątrz. Z kolei w przypadku sprzedaży małych firm opowiadają się oni za przeprowadzaniem jawnych przetargów, aby nie ograniczać możliwości startu w nich różnych podmiotom. Jednocześnie zwracają uwagę na prawidłowość, iż przedsiębiorstwa kontrolowane przez inwestorów strategicznych, w szczególności zagranicznych, funkcjonują lepiej niż te, którymi zarządzają holdingi lub instytucje finansowe.

Rola banków inwestycyjnych i instytucji finansowych w procesie prywatyzacji firm lub całych sektorów gospodarek obejmuje przygotowanie możliwych sposobów przeprowadzenia prywatyzacji, niezbędnych analiz i wycen oraz sfinalizowanie operacji na drodze prawnej, łącznie z wprowadzaniem akcji do obrotu publicznego i pozyskaniem inwestora strategicznego. Doradztwo przy prywatyzacjach jest często połączone z aktywnym udziałem banku lub instytucji finansowej w gwarantowaniu ofert publicznych, inwestycjach typu *private placement* czy też transakcjach LBO

lub MBO. Kolejnym obszarem będącym przedmiotem działalności bankowości inwestycyjnej jest doradztwo przy procesach restrukturyzacyjnych. Decydują się na nie przedsiębiorstwa przynoszące zbyt małe zyski w porównaniu z oczekiwaniami inwestorów i akcjonariuszy lub chcące zmienić przedmiot działalności. W przypadku spółek przynoszących straty zadaniem banku inwestycyjnego może być również restrukturyzacja zadłużenia firmy.

Fuzje i przejęcia (M&A – Mergers&Acquisitions)

Usługi doradztwa mogą obejmować również pomoc przy przeprowadzaniu transakcji fuzji i przejęć. W latach 80. i 90. nastąpiło gwałtowne nasilenie się procesów M&A. Przyczyny takiego stanu można tłumaczyć m.in. procesem umiędzynarodawiania gospodarki. Został on w pewnym stopniu wstrzymany w latach 2000–2001, kiedy to nastąpił spadek ogólnej liczby i wartości transakcji, wywołany pogorszeniem koniunktury gospodarczej. Nie zmienia to faktu, iż usługi bankowości inwestycyjnej z zakresu fuzji i przejęć wpływają na wzrost ogólnej liczby i wartości inwestycji zagranicznych w danym kraju. Kolejnymi przyczynami wzrostu zainteresowania tego rodzaju transakcjami są dążenia przedsiębiorstw do osiągnięcia silniejszej pozycji na wysoko konkurencyjnym rynku, chęci wykorzystania korzyści skali oraz synergii, realizacji określonej strategii rozwojowej lub wykorzystania korzyści problemów jednej firmy przez drugą i przejęcie jej. W każdym państwie działają uprawnione organy, które odpowiadają za zbadanie, czy w wyniku przeprowadzonej transakcji M&A nie powstanie podmiot, który zdobędzie pozycję dominującą lub monopolistyczną.

Banki inwestycyjne i instytucje finansowe w transakcjach M&A mogą pełnić następującą funkcję:

- dostarczyciela środków finansowych,
- doradcy przedsiębiorstw nabywających,
- doradcy przedsiębiorstw nabywanych.

W drugim przypadku na początku następuje wybór partnera (w przypadku połączenia) lub obiektu transakcji przejęcia. Dokonuje się tego po przeprowadzeniu gruntownej oceny określonej spółki z zachowaniem odpowiedniej staranności, tzw. *due diligence*, wyceny przedsiębiorstwa – kandydata do przejęcia i wskazanie najbardziej korzystnego sposobu, struktury finansowania transakcji. Bank inwestycyjny doradza również przy wyborze strategii negocjacyjnej i jest odpowiedzialny za dotarcie do akcjonariuszy firmy będącej adresatem oferty. Cena oferowana akcjonariuszom spółki będącej obiektem przejęcia musi być dla nich wystarczająco atrakcyjna, aby byli oni skłonni sprzedać swoje akcje, a z drugiej strony nie może być zbyt wysoka, gdyż dla firmy przejmującej przedsięwzięcie stałoby się nieopłacalne. Niekiedy banki inwestycyjne prowadzą w imieniu firmy przejmującej lobbing wśród akcjonariuszy firmy przejmowanej, polityków czy też wpływają na obniżenie kursu akcji przez ich sprzedaż. W sytuacji gdy bank inwestycyjny staje się doradcą przedsiębiorstwa przejmowanego, opracowuje skuteczne strategie obrony przed wrogim przejęciem (*hostile takeovers*). Polega to na dokonywaniu określonych zmian w statucie, składzie zarządu, podniesieniu kapitału, emisji akcji uprzywilejowanych lub podważaniu sensu przejęcia i proponowanej ceny. Innym spotykanym sposobem obrony może być własna kontroferta zakupu akcji wrogiego oferenta.

O ile jeszcze w połowie lat 90. dominującymi sektorami, w których dokonywano transakcji M&A, były usługi finansowe, przemysł farmaceutyczny oraz spożywczy, o tyle obecnie prym wiodą: sektor usług finansowych, farmaceutyczny oraz telekomunikacyjny.

Z danych zamieszczonych w tabeli 2. wynika, iż liderami wśród doradzających przy wszystkich fuzjach i przejęciach były banki inwestycyjne: Goldman Sachs (wartość transakcji – 202,2 mld USD, 163 przeprowadzone transakcje), Credit Suisse First Boston (odpowiednio 149,2 mld USD i 257 transakcje), a na kolejnym miejscu uplasowała się jednostka Citigroup, zajmująca

się bankowością inwestycyjną – Schroder Salomon Smith Barney (147 mld USD i 188 transakcje). W pierwszej dziesiątce znalazły się również Merrill Lynch, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Lazard, UBS Warburg (lider na rynku M&A w Europie), Deutsche Bank oraz Lehman Brothers. Przedstawiciele Goldman Sachs wskazują, iż cała branża bankowości inwestycyjnej przeżywa obecnie kryzys, a potwierdzeniem tego jest najniższy od 15 lat stosunek wartości fuzji i przejęć do wyceny całego sektora finansowego, wynoszący zaledwie 2%.

Tabela 2. Ranking podmiotów doradzających przy transakcjach

Podmiot	Wartość transakcji (mld USD)	Liczba przeprowadzonych transakcji
Goldman Sachs	200,2	163
CS First Boston	149,2	257
Schroder Salomon Smiths Barney	147,0	188
Merrill Lynch	143,1	181
Morgan Stanley	140,3	205
J.P. Morgan	129,4	232
Hazard	126,7	140
UBS Warburg	115,8	157
Deutsche Bank	101,8	133
Lehman Brothers	91,6	127

Źródło: „Parkiet” nr 218 (2135), 13.11.2002, za agencją Bloomberg.

Banki inwestycyjne mogą również wspomagać przedsiębiorstwa w transakcjach tzw. wykupu lewarowanego, tzw. LBO (*Leverage Buy Out*), zwanego również wykupem wspomaganym. Polegają one na najbardziej efektywnym wykorzystaniu pożyczonego kapitału przy realizacji określonego przedsięwzięcia i wykorzystaniu działania dźwigni finansowej. Transakcje LBO dokonywane są zazwyczaj przez kierownictwo spółki lub grupę inwestorów strategicznych. Koszt pożyczonego w ten sposób kapitału jest wyższy niż koszt pozyskania kapitału na rynku, a pożyczka, zaciągana zazwyczaj przez emisję obligacji, jest zabezpieczona aktywami firmy przejmowanej (często wpływami samej spółki). W tego rodzaju transakcjach banki inwestycyjne finansują inwestorów przejmujących przedsiębiorstwo, jak również pomagają w stworzeniu struktury firmy, jej władz, profilu i strategii.

Szczególnym rodzajem transakcji LBO jest tzw. MBO (*Management Buy Out*), czyli wykup firmy przez kadrę zarządzającą. Pomimo pogorszenia się globalnej koniunktury następuje stały wzrost liczby transakcji LBO, na co istotny wpływ mają przeprowadzane restrukturyzacje przedsiębiorstw pozbywających się zbędnych aktywów oraz wzrost inwestycji finansowanych przez prywatne fundusze akcji i fundusze *venture capital*. W Europie niemal 50% wartości wszystkich transakcji wykupu przedsiębiorstw wspomaganego dźwignią finansową stanowią transakcje zawierane w Wielkiej Brytanii.

W latach 2000–2001 na czele banków inwestycyjnych pozyskujących kapitał dla transakcji LBO znalazły się: Deutsche Bank – 3,297 mld USD, w tym pożyczki 2,311 mld USD, Merrill Lynch – odpowiednio 3,156 mld USD i 2,878 mld USD, Lehman Brothers – 2,762 mld USD i 2,681 mld USD, Royal Bank of Scotland – 2,662 mld USD wyłącznie jako pożyczki oraz CIEC World Markets – 2,086 mld USD również jedynie w postaci pożyczek²⁶.

²⁶ Dane za: Ch. Olivier, *Can New funds sustain Europe's LBO boom?*, "Euro-money" nr 8 (2001), s. 48–51.

2.1.4. Działalność badawcza i analityczna

Przedmiotem analizy prowadzonej przez banki inwestycyjne mogą być:

- sektory gospodarki,
- sytuacja ekonomiczno-finansowa podmiotów gospodarczych,
- rynki lokalne,
- programy sektorowej prywatyzacji i restrukturyzacji.

W ostatnim dorocznym rankingu sporządzanym przez magazyn „Institutional Investor” analitycy banku inwestycyjnego Lehman Brothers zajęli pierwsze miejsce. Ranking budowany jest na podstawie grupowania najlepszych ekspertów oceniających poszczególne branże (w sumie 71 branż). W 2003 roku w rankingu pojawiło się aż 50 analityków Lehman Brothers, a siedmiu z nich zajęło pierwsze miejsca w poszczególnych kategoriach (ocena określonej branży). Dotychczasowy lider – Citibank, który w latach 2001–2002 zajmował pierwsze miejsce spadł na czwartą pozycję. Ma to ścisły związek z tym, iż bank zgodził się zapłacić odszkodowanie z tytułu tzw. konfliktu analityków w bankach z Wall Street; łączne odszkodowanie wyniosło 1,4 mld USD²⁷.

Tabela 3. Ranking analityków banków inwestycyjnych

Firma	Liczba analityków uczestniczących w rankingu	Liczba najlepszych analityków w poszczególnych kategoriach
Lehman Brothers	50	7
Morgan Stanley	36	8
Merrill Lynch	35	9
Citigroup	34	8
UBS	32	8

²⁷ E. Korycki, *Lehman Brothers najlepszy w analizach*, „Parkiet” nr 200 (2366).

ciąg dalszy Tabeli 3.

Firma	Liczba analityków uczestniczących w rankingu	Liczba najlepszych analityków w poszczególnych kategoriach
Credit Suisse	27	5
Goldman Sachs	27	5
Bear Stearns	23	6
J. P. Morgan	23	4
Deutsche Bank	18	1

Źródło: Ł. Korycki, *Lehman Brothers najlepszy w analizach*, „Parkiet” nr 200 (2366), 16.10.2003, s. 9, za: „Institutional Investor”.

2.1.5. Zarządzanie ryzykiem

W związku z rozwojem inżynierii finansowej pojawiło się na rynku wiele nowych instrumentów finansowych, nazywanych instrumentami pochodnymi, dzięki którym można ograniczać ryzyko przeprowadzenia określonej transakcji. Przenoszą one ryzyko od podmiotów, które pragną je zmniejszyć, na inne, które są skłonne przyjąć je na siebie, licząc na osiągnięcie wysokiego zysku. Strona zabezpieczająca się dokonuje tzw. *hedgingu*, a przejmująca ryzyko tzw. *tradingu*. Przeprowadzenie takich transakcji wpływa na rozwój rynku kapitałowego, zwiększenie się jego efektywności, a to z kolei niesie za sobą rozwój gospodarki. Rynek charakteryzuje się tym sprawniejszym działaniem i większą płynnością, im większa jest liczba podmiotów kierująca się w swoim działaniu przeciwnymi przesłankami przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Banki inwestycyjne zajmują się zarządzaniem ry-

zykiem zarówno na potrzeby własne, jak i na zlecenie swoich klientów. Podstawowymi instrumentami pochodnymi są transakcje terminowe *forward* i *futures*, opcje, transakcje *swap*, *cap*, *floor* i *collar*. W oparciu o nie powstało wiele złożonych instrumentów pochodnych. Należy zaznaczyć, iż waluty, w jakich obecnie najczęściej zawierane są kontrakty pochodne to USD, EUR oraz funt brytyjski.

Opcje i kontrakty terminowe mogą być przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym, jak i pozagiełdowym (OTC). W przypadku gdy znajdują się w obrocie na rynku giełdowym, są standaryzowane, a cena odpowiada ich wartości rynkowej. Natomiast w drugim przypadku mają charakter bardziej indywidualny, cechują się małą płynnością, ich cena nie jest jednoznacznie określona. Rola banków inwestycyjnych sprowadza się do wprowadzenia instrumentów pochodnych na rynek publiczny, a następnie pełnienia funkcji organizatora rynku dla tych instrumentów w celu zapewnienia wystarczającej płynności. Instrumenty pochodne wykorzystuje się do dywersyfikacji portfela oraz do takiej jego konstrukcji, aby osiągnąć zakładane zyski przy określonym poziomie ryzyka, uwzględniając zmienność koniunktury na rynku. Handel instrumentami pochodnymi w państwach rozwiniętych zaczął się intensywnie rozwijać w latach 70. XX w. Wtedy to nastąpiło odejście od systemu stałych kursów walutowych i wzrost popytu na instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem zmian kursów walut.

Transakcje terminowe *forward* i *futures* są kontraktami kupna i sprzedaży ustalonej liczby instrumentów finansowych (głównie związanych z indeksami lub walutami) po określonej cenie, z określonym terminem dostawy (za wyjątkiem instrumentów opartych na indeksach, bowiem niemożliwa jest fizyczna dostawa instrumentu będącego podstawą konstrukcji danego instrumentu pochodnego). Wystawca kontraktu zobowiązuje się do dostarczenia przedmiotu kontraktu, a jego nabywca do zapłaty ustalonej ceny po dostarczeniu przedmiotu kontraktu.

Z kolei opcje to instrumenty dające prawo (a nie, jak w przypadku transakcji terminowej, obowiązek), w przypadku opcji *call* – kupna, *put* – sprzedaży instrumentów finansowych, opartych o indeksy, waluty lub stopy procentowe, lub inne prawa własności po cenie rozliczenia. Termin, w którym można dokonać tej transakcji, jest różny w zależności od typu opcji: dla opcji europejskiej jest on jednocześnie terminem jej wygaśnięcia, natomiast dla opcji amerykańskiej do dwóch lat przed terminem wygaśnięcia opcji.

Kolejnym rodzajem instrumentu pochodnego są transakcje *swap*. Polegają one na zamianie między dwoma lub większą liczbą podmiotów zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych, z reguły wobec instytucji finansowych. Ich głównym celem jest zmniejszenie kosztów obsługi tych zobowiązań w wyniku wykorzystania różnic w cenach instrumentów finansowych na różnych rynkach oraz ograniczenia ponoszonego ryzyka. Najczęściej można się spotkać ze *swapami* walutowymi, od stóp procentowych oraz od kursów akcji. Obrót tymi instrumentami odbywa się na rynkach pozagiełdowych (OTC).

Podstawą dla wymienionych wcześniej instrumentów pochodnych, takich jak *cap*, *collar* czy *floor* są stopy procentowe. I tak, transakcja *cap* polega na tym, iż sprzedający zobowiązuje się w przypadku wzrostu stopy procentowej powyżej określonej wartości do wypłaty nabywcy różnicy odsetek dla określonej w umowie wartości kapitału. W wyniku tego nabywca ma możliwość zabezpieczenia się przed wzrostem stopy procentowej zobowiązań powyżej określonej granicy, gwarantując sobie uzyskanie dodatkowych korzyści, gdyby stopa ta spadła. Transakcja *floor* jest odwrotnością transakcji *cap*. Polega ona na tym, iż na jej mocy sprzedający zobowiązuje się, że w przypadku spadku określonej stopy procentowej poniżej określonej wartości wypłaci nabywcy różnicę odsetek dla określonej w umowie wartości kapitału, a nabywca, będąc np. wierzycielem, uzyskuje możliwość zabezpieczenia się przed spadkiem stopy procentowej. Ostatnia ze wspomnianych transakcji łączy cechy transakcji *cap* i *floor*, umożli-

wiając obniżenie kosztów transakcji *cap* dla kupującego. Więcej na temat instrumentów pochodnych czytelnik może znaleźć w opracowaniu K. Jajugi i T. Jajugi²⁸.

2.2. Rating

Jedną z wielu definicji ratingu, jaką podaje D. Dziawgo²⁹, to określenie go jako systemu oceny i klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Jest to proces związany z kompleksową oceną sytuacji finansowej potencjalnego emitenta (bądź emisji) i obejmuje wiele aspektów jego działalności (także otoczenia w jakim działa) pod kątem wszystkich typów ryzyka, jakie są związane z daną inwestycją.

Rating wyrażany jest odpowiednim symbolem według przyjętej skali. Ratingi obejmują nie tylko państwa, które poszukują za granicą środków na finansowanie wydatków publicznych, lecz również podmioty działające na tym rynku, np. banki, jednostki samorządowe (miasta, gminy), firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa z różnych sektorów, czy też fundusze powiernicze. Często spotykane jest także nadawanie ratingu nie tylko emitentom, lecz także poszczególnym emisjom papierów wartościowych. Procedurze związanej z nadaniem ratingu poddają się także największe instytucje finansowe na świecie, takie jak np.: Bank Światowy, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOiR), ING Group; miasta, takie jak Las Vegas czy Nowy Jork bądź firmy, takie jak: AT&T, Coca-Cola Co., PepsiCo., Johnson&Johnson.

Do najbardziej znanych agencji ratingowych należą dwie firmy ze Stanów Zjednoczonych, których renoma wynika z historycznie najdłuższego działania na tym polu – Moody's Investor Service oraz Standard&Poor's (S&P), a także zdobywająca coraz większe uznanie, jedyna w całości należąca do europejskiego właściciela, agencja Fitch IBCA. Do działających globalnie, lecz wyspecjalizo-

²⁸ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 1998.

²⁹ D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 1998.

wanych w określonych branżach zalicza się: Thomson Financial Bank Watch (głównie banki) oraz Duff&Phelps Credit Rating Co. (wiarygodność kredytowa firm użyteczności publicznej). Obecnie około 70% emisji obligacji mających miejsce na rynkach europejskich poddawanych jest ocenie ratingowej. Nadanie ratingu może mieć duży wpływ na powodzenie, w szczególności pierwszej (pierwotnej) emisji dłużnych papierów wartościowych danej organizacji. Według przedstawicieli agencji ratingowych lepiej jest mieć niższą ocenę, niż nie mieć jej w ogóle. Poddanie się procedurze nadania oceny ratingowej niesie za sobą konieczność poniesienia określonych kosztów. Należy jednak podkreślić, że w przypadku międzynarodowych korporacji bądź państw nie są one zbyt wygórowane w porównaniu do korzyści wynikających z poddania się emitenta takiej ocenie i są zróżnicowane w zależności od rynku plasowania i wielkości emisji. Przykładowo, w agencji S&P minimalna opłata za wydanie ratingu obligacji wynosi 25 tys. USD, a standardowa wynosi 0,03% wartości emisji. Opłatę maksymalną wyznaczono na poziomie 125 tys. USD, powiększaną o 0,02% wartości emisji, gdy ma ona charakter globalny⁴⁰.

Poniżej, w tabeli 4., przedstawiono system ocen przyznawanych przez jedną z agencji – Fitch IBCA.

Tabela 4. System ocen ryzyka inwestycyjnego dla ratingu międzynarodowego długoterminowego w agencji Fitch IBCA

Ocena	Charakterystyka
Poziom inwestycyjny AAA	Najwyższa jakość kredytowa. Oznacza, że istnieje najniższe oczekiwanie wystąpienia ryzyka kredytowego. Ratingi „AAA” nadawane są jedynie w sytuacji, gdy zdolność do terminowej spłaty zobowiązań finansowych jest wyjątkowo wysoka. Prawdopodobieństwo, że przewidywalne zdarzenia negatywnie wpłyną na zdolność do regulowania zobowiązań jest bardzo niewielkie.

⁴⁰ M. Jedliński, *Rating prawdę Ci powie*, „Infor” nr 11 (24), 1999.

ciąg dalszy Tabeli 4.

Ocena	Charakterystyka
Poziom inwestycyjny	
AA	Bardzo wysoka jakość kredytowa. Oznacza istnienie bardzo niskiego oczekiwania ryzyka kredytowego. Wskazuje na bardzo wysoką zdolność do terminowej spłaty zobowiązań finansowych. Zdolność ta jest mało podatna na przewidywalne wydarzenia.
A	Wysoka jakość kredytowa. Oznacza niskie oczekiwanie ryzyka kredytowego. Zdolność spłaty zobowiązań finansowych jest uważana za wysoką. Zdolność ta jednak może być bardziej podatna na zmiany okoliczności lub warunków gospodarczych niż w przypadku wyższych kategorii
BBB	Dobra jakość kredytowa. Oznacza, że obecnie występuje niskie oczekiwanie ryzyka kredytowego. Zdolność do terminowego regulowania zobowiązań finansowych jest uznana za odpowiednią, jednak istnieje większe prawdopodobieństwo, że pojawiające się niekorzystne zmiany okoliczności lub warunków gospodarczych mogą ją osłabić. Jest to najniższa kategoria inwestycyjna.
Poziom spekulacyjny	
BB	Ocena spekulacyjna. Oznacza, że istnieje możliwość wzrostu ryzyka kredytowego, szczególnie w wyniku niekorzystnych zmian w gospodarce. Wywiązanie się ze zobowiązań jest jednak zależne od alternatywnych możliwości prowadzenia działalności bądź uzyskania źródeł finansowania. Papiery zakwalifikowane do tej kategorii nie znajdują się na poziomie inwestycyjnym.
B	Ocena wysoce spekulacyjna. Istnieje znaczne ryzyko kredytowe, ale pozostaje jeszcze ograniczony margines bezpieczeństwa. Zobowiązania finansowe są obecnie regulowane, jednak dalsza zdolność do ich spłaty uzależniona jest od występowania dogodnych i trwałych warunków rozwoju w otoczeniu gospodarczym.

ciąg dalszy Tabeli 4.

Ocena	Charakterystyka
CCC, CC, C	Wysokie ryzyko niewypłacalności. Wysoce prawdopodobne jest wystąpienie niewypłacalności. Zdolność do spłaty zobowiązań jest uzależniona wyłącznie od korzystnych i trwałych zmian w gospodarce lub otoczeniu gospodarczym, w którym działa dana instytucja. Rating „CC” oznacza, że niewypłacalność w jakiejś formie wydaje się prawdopodobna. Natomiast rating w wysokości „C” jest sygnałem, że może ona nastąpić w każdej chwili.
DDD, DD, D	Niewypłacalność. Ratingi zobowiązań w tej kategorii są oparte na szansie częściowej lub całkowitej spłaty zobowiązań w wyniku reorganizacji lub likwidacji dłużnika. Oczekiwana wartość spłaty jest wysoce spekulacyjna i nie może być szacowana z jakąkolwiek precyzją. Generalnie można określić, że zobowiązania oceniane na „DDD” mają największą szansę na spłatę w 90%–100% ich wartości razem z zakumulowanymi odsetkami. Zobowiązania z ratingiem „DD” wykazują potencjalnie szansę na spłatę w wysokości 50%–90%, natomiast „D” – poniżej 50%. Podmioty, których oceny znalazły się w tej kategorii, nie dotrzymały niektórych lub wszystkich swoich zobowiązań. Podmioty oceniane na „DDD” mają największą szansę na kontynuowanie działalności po dokonaniu lub bez potrzeby formalnej reorganizacji. Podmioty oceniane na „DD” oraz „D” są generalnie w trakcie procesów reorganizacji lub znajdują się w likwidacji. Te, które oceniane są na „DD” wykazują szansę na spłatę większej części swoich zobowiązań, zaś te z oceną „D” mają małe szanse na spłatę wszystkich swoich zobowiązań.

Źródło: www.fitchpolska.pl.

W przypadku Polski rating długoterminowych papierów dłużnych nadawany przez Fitch Polska odpowiada ocenie wiarygodności kredytowej na poziomie BBB. I tak, rating Polski to BBB+, natomiast miasto Bydgoszcz otrzymało rating BBB-, Katowice BBB+, a Szczecin BBB. Z kolei ocena wiarygodności finansowej niektórych banków przedstawia się następująco: Bank Pekao S.A. posiada rating BBB+, podobnie jak ING Bank Śląski S.A. i BRE Bank S.A. W przypadku przedsiębiorstw, Telekomunikacja Polska S.A. posiada rating BBB natomiast Elektrownia Turów B-.

2.3. Perspektywy rozwoju bankowości inwestycyjnej

Do połowy lat 90. ubiegłego wieku rynki europejskie (z wyjątkiem Holandii oraz Wielkiej Brytanii) cechowały się ostrożnością potencjalnych inwestorów w stosunku do inwestycji w papiery wartościowe przedsiębiorstw przy jednoczesnej dominacji nastawienia na lokowanie nadwyżek w formie depozytów bankowych. Jedną z podstawowych przyczyn takiego stanu rzeczy był brak tak silnych kapitałowo, jak w przypadku Stanów Zjednoczonych, inwestorów instytucjonalnych w postaci funduszy emerytalnych oraz inwestycyjnych. Sytuacja ta zaczęła ulegać zmianie m.in. pod wpływem wzrostu ogólnej liczby ludności, powodującego zmniejszenie się wysokości świadczeń emerytalnych oraz coraz częstsze przystępowanie pracowników do programów funduszy emerytalnych. I tak, w latach 1995–1999 kapitalizacja rynku akcji UE rosła w tempie ok. 30% rocznie, podobnie jak rynku instrumentów dłużnych o stałym dochodzie (głównie obligacje zabezpieczone aktywami) oraz sekurytyzacji pożyczek przez instytucje finansowe. Wraz ze wzrostem kapitalizacji zwiększyła się liczba spółek notowanych na giełdach w państwach UE z 640 do 811. Poza tym notowany jest stały wzrost rynku obligacji przedsiębiorstw, zarówno pod względem liczby podmiotów wykorzystujących ten sposób finansowania swojej działalności, jak i średniej wartości emisji.

Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie jest kolejnym, który we wspomnianym wcześniej okresie rozwijał się dynamicznie, w tempie 15–30% rocznie. Notowany jest również stały wzrost udziału akcji w portfelach funduszy inwestycyjnych: w 1999 r. stanowiły one 40% wartości portfela, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych było to odpowiednio 60%.

Godny uwagi jest także wzrost roli funduszy VC, które w latach 1995–2000 zwiększyły wartość swoich inwestycji w obszarze UE ok. ośmiokrotnie, tj. do wartości ok. 20 mld EUR⁴¹. Wzrosła zarówno liczba instytucji i spółek korzystających z usług funduszy VC, jak i średnia wartość poszczególnych inwestycji. Pomimo tego Europa pozostaje nadal daleko w tyle w porównaniu do rynku amerykańskiego, gdzie w 2000 r. wartość inwestycji tych funduszy wyniosła 74 mld USD.

Jak już wcześniej wspomniano, pod względem udziału funduszy VC w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw w Europie prym wiodą Wielka Brytania oraz Holandia. Nie można pominąć faktu, że wzrost znaczenia funduszy VC jest związany z sukcesami Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI), który w 2001 r. był zaangażowany w inwestycje o łącznej wartości 16 mld EUR, a planowany był ciągły wzrost inwestycji o kolejne 800 mln EUR w następnych latach.

Jednym z najczęściej spotykanych obecnie sposobów pozyskiwania środków przez przedsiębiorstwa jest emisja obligacji. Można zauważyć istotną różnicę w postrzeganiu i wykorzystaniu nowej emisji obligacji w Europie oraz w USA. W pierwszym przypadku w 90% są to zupełnie nowe pożyczki, natomiast w Stanach Zjednoczonych 60% wszystkich emisji obligacji służy restrukturyzacji już istniejącego w przedsiębiorstwach zadłużenia. Jednocześnie widoczny jest stały wzrost popularności pozyskiwania kapitału z zewnątrz przez emisję obligacji. W roku 1998 wartość wyemitowanych obligacji szacowana była na ok. 181

⁴¹ Dane za: R. Walkiewicz, *op. cit.*, s. 60.

mld EUR, a w roku 2001 było to już ok. 600 mld EUR⁴². Należy przy tym zaznaczyć, iż w przypadku dużych programów koszty takiego pozyskiwania środków są niższe niż w przypadku kredytu bankowego. Natomiast emisja o średniej i małej wartości jest z reguły nieopłacalna. W USA, z racji tradycji finansowania przedsięwzięć kapitałem z zewnątrz oraz dużej liczby inwestorów, pozyskiwanie środków tą drogą jest nadal tańsze niż w Europie. W wielu państwach Starego Kontynentu, m.in. w Niemczech, Luksemburgu, Irlandii, Finlandii, Belgii, Szwecji i we Włoszech, coraz większą popularność zdobywa rynek obligacji zabezpieczonych aktywami. Stało się tak dzięki stworzeniu odpowiednich norm prawnych, umożliwiających emisję obligacji zabezpieczonych aktywami oraz inwestowanie w nie przez określone podmioty.

Poniżej scharakteryzowana została rola sektora bankowości inwestycyjnej w rozwoju rynku kapitałowego w Wielkiej Brytanii, Niemczech i USA.

W Wielkiej Brytanii, która jest najważniejszym europejskim centrum finansowym – giełdy LSE (*London Stock Exchange*) i LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*) – w związku z dobrze rozwiniętym rynkiem kapitałowym popyt na usługi bankowości inwestycyjnej jest stosunkowo duży. Charakterystyczną cechą rynku brytyjskiego jest specjalizacja sektora bankowości inwestycyjnej i instytucji finansowych. W następstwie tego dużą rolę odgrywają fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe. W ciągu ostatniego dziesięciolecia, na skutek zmniejszonego zapotrzebowania na usługi bankowości inwestycyjnej, w Wielkiej Brytanii obserwowano zjawisko przejmowania przez banki zagraniczne oddziałów bądź całych banków inwestycyjnych. W związku z tym rodzime banki, takie jak Barclays Capital i Royal Bank of Scotland, które pozostały na rynku, znalazły dla swojej działalności nisze rynkowe. Posiadają one silną pozycję na rynku kredytów i pa-

⁴² Dane za: R. Walkiewicz, *op. cit.*, s. 63.

pierów dłużnych przedsiębiorstw. Barclays Capital zajmuje pierwsze miejsce na rynku finansowania przejęć spółek brytyjskich. Innym znanym brytyjskim bankiem inwestycyjnym (wchodzącym w skład holdingu finansowego Citigroup) jest Schroder Salomon Smith Barney, który odgrywa znaczącą rolę na rynku obligacji oraz akcji, a w 2000 r., przed przejęciem przez Citigroup, znajdował się na czele banków doradzających przy fuzjach i przejęciach. Regulacją rynku finansowego zajmuje się prywatna spółka – Financial Service Authority (FSA), której najważniejszym zadaniem jest stworzenie metody minimalizacji ryzyka związanego z działaniem instytucji finansowych. Ostatnie zmiany systemu regulacji z roku 2001 zwracają większą uwagę na zapobieganie nadużyciom na rynku finansowym, walkę z praniem brudnych pieniędzy oraz odpowiedzialność za ich działanie wysokiej rangi kadry zarządzającej instytucjami finansowymi.

W Niemczech, w przeciwieństwie do Wielkiej Brytanii, widoczny jest duży związek przedsiębiorstw z instytucjami finansowymi, który objawia się posiadaniem przez banki akcji niemieckich przedsiębiorstw. Dominującą rolę na rynku bankowym odgrywają banki uniwersalne, które w ostatnich latach umacniały swoją pozycję na rynku, przejmując inne banki. Przykładem może być Dresdner Bank, który przejął bank inwestycyjny Morgan Grenfell, czy też Deutsche Bank, który przejął bank inwestycyjny Kleinwort Benson.

Prawdziwy przełom w tworzeniu się i rozwoju bankowości inwestycyjnej jest ściśle związany z procesem prywatyzacji przedsiębiorstw z byłej NRD, koniecznością zwiększenia konkurencyjności gospodarki oraz reformą systemu emerytalnego. W przeciwieństwie do Wielkiej Brytanii, nadzór na rynkiem finansowym sprawuje urząd państwowy – Federalny Urząd Nadzoru Bankowego. Obecnie oczekuje się, iż pod wpływem wprowadzonych w życie w roku 2002 korzystnych dla przedsiębiorstw zmian podatkowych nastąpi rozwój rynku finansowego. Należy spodziewać się także, iż zwolnienie przychodów przedsiębiorstw

z podatku od dochodów i zysków spółek ze sprzedaży posiadanych akcji innych spółek przyczyni się do wzrostu zwiększenia procesów restrukturyzacji i wyzwoli falę fuzji oraz przejęć. Ponadto powyższe zmiany podatkowe spowodują zmniejszenie atrakcyjności finansowania spółek przez dług, w porównaniu z finansowaniem przez emisję akcji. Silny wpływ na rodzimy rynek finansowy mają banki krajowe, przy czym pierwsze miejsce na rynku akcji i instrumentów dłużnych zajmuje Deutsche Bank. Jest on również wiodącym bankiem na rodzimym publicznym rynku pozagiełdowym (OTC) oraz realizuje najważniejsze publiczne emisje na rynku pierwotnym. Natomiast w obszarze rynku obligacji zabezpieczonych aktywami uwidoczniła się równowaga sił pomiędzy bankami inwestycyjnymi a hipotecznymi.

Rynek finansowy w USA jest nie tylko najbardziej rozwiniętym rynkiem finansowym na świecie, lecz także wyróżnia się odpowiednimi regulacjami prawnymi, ściśle wyznaczającymi możliwości bycia jego uczestnikiem. W wyniku obowiązującej aż do końca lat 90. XX w. Ustawy Glassa-Steagalla dokonał się podział amerykańskich instytucji finansowych na banki komercyjne oraz banki inwestycyjne. Wspomniana wcześniej Ustawa Gramma-Leacha-Blileya z roku 1999 ograniczyła obowiązywanie większości niekorzystnych dla dynamicznego rozwoju rynku finansowego postanowień. Zniesione zostały bariery między poszczególnymi sektorami usług finansowych: działalnością kredytową, inwestycyjną oraz ubezpieczeniową.

Rynek publiczny w USA obejmuje obecnie największą giełdę: NYSE – *New York Stock Exchange*, giełdy regionalne oraz CBT – *Chicago Board of Trade* i CME – *Chicago Mercantile Exchange*, na których przedmiotem obrotu są m.in. opcje i kontrakty terminowe. Jednak najbardziej prężnym rynkiem jest tzw. NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*, który przyciąga rozwijające się spółki o małej i średniej wielkości. Rynek amerykański swoją dynamikę i moc zawdzięcza dużej liczbie silnych inwestorów instytucjonalnych – funduszy inwe-

stycyjnych, emerytalnych oraz ubezpieczeniowych. Warto zauważyć, iż inwestorzy europejscy mają również swój udział w rynku finansowym USA – w pierwszej połowie 2001 r. posiadali oni ok. 23% obligacji spółek z USA oraz ok. 35% amerykańskich bonów skarbowych⁴⁴. Amerykańskie banki inwestycyjne są czołowymi na świecie, prowadzącymi swoją działalność praktycznie we wszystkich dziedzinach bankowości inwestycyjnej.

W następstwie zmian zachodzących w obrębie systemów finansowych ewoluuje również oferta banków inwestycyjnych. Czynniki takie, jak globalizacja, deregulacja, sekurytyzacja czy też informatyzacja w znacznym stopniu przyspieszyły rozwój bankowości inwestycyjnej. Poniżej zostaną zaprezentowane inne czynniki wpływające na ten sektor bankowości.

Jednym z ważniejszych procesów jest funkcjonalna integracja firm i banków inwestycyjnych z bankami depozytowo-kredytowymi, polegająca na poszerzaniu oferty o czynności, które wcześniej były prawnie ograniczone w związku z istnieniem zasady ścisłego rozdzielenia działalności kredytowej i inwestycyjnej (USA, Wielka Brytania), lub też wynikająca z dostrzeżenia konieczności rozwoju bankowości inwestycyjnej (Niemcy, Francja). W następstwie tych działań sektor finansowy został objęty falą restrukturyzacji i konsolidacji wielu banków inwestycyjnych, w wyniku której m.in. Citigroup, J.P. Morgan Chase, Bank of America, Deutsche Bank i CSFB wprowadziły do swojej oferty szeroką gamę produktów kredytowych.

W Niemczech, w związku z rosnącym popytem na usługi bankowości inwestycyjnej ze strony niemieckich średnich i małych przedsiębiorstw, Deutsche Bank zmienił swoją strukturę w Europie, łącząc bankowość inwestycyjną z bankowością komercyjną. Innym przykładem procesu restrukturyzacji jest połączenie na rynku francuskim obsługującego firmy banku BNP z bankiem inwesty-

⁴⁴ B. Kolečka, *op. cit.*, s. 75, dane za: J. S. Wiggin, *Lower dollar could damage US markets*, „Financial Times”, 17. 08. 2001.

cyjnym Paribas. Widoczne są również przypadki tworzenia przez banki odrębnych organizacyjnie i funkcjonalnie podmiotów świadczących usługi z zakresu bankowości inwestycyjnej. W ten sposób powstał jeden z bardziej obecnie znaczących banków inwestycyjnych – Barclays Capital.

Kolejny ważny proces, jaki będzie się nasilał w najbliższych latach, to stały wzrost znaczenia na rynku finansowym inwestorów instytucjonalnych, do których należą fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i firmy ubezpieczeniowe. Wzrost znaczenia funduszy emerytalnych jest następstwem starzenia się społeczeństw w państwach rozwiniętych, w których dominował system redystrybucji dochodów. Przyszli emeryci, w celu zapewnienia sobie odpowiednich dochodów w przyszłości, dostrzegli konieczność „inwestowania w przyszłość” nie tylko w oparciu o państwowy system emerytalny, ale przede wszystkim przez fundusze emerytalne. Te fundusze zyskują coraz większą popularność nie tylko w takich państwach europejskich, jak Niemcy czy Francja, lecz także w Polsce. Innym czynnikiem implikującym wzrost znaczenia funduszy emerytalnych jest fakt, iż rządy znajdują w nich nabywcę na emitowane przez siebie skarbowe papiery wartościowe, które są źródłem środków finansujących rozwój rynku kapitałowego lub wydatków budżetowych. W ostatnich latach inwestorzy zaczęli zwracać większą uwagę na etykę i społeczne zachowanie emitentów nabywanych przez nich instrumentów finansowych. Jednym z kryteriów oceny są min. czynniki związane z ochroną środowiska, poszanowaniem praw pracowników, praw zwierząt, działalność w państwach rozwijających się oraz zaangażowanie w produkcję uważaną za szkodliwą społecznie. Obecnie tworzone są specjalne indeksy giełdowe obejmujące spółki uważane za etyczne, a także powstają etyczne fundusze inwestycyjne, których w 2001 r. w Wielkiej Brytanii było 54, w Szwecji 42, we Francji 14, a w Niemczech 11⁴¹.

⁴¹ A. Korecki, B. Wassener, *Investors look to their ethics*, „Financial Times”, 18. 07. 2001.

Rozdział 3

Bankowość inwestycyjna w Polsce

Bankowość inwestycyjna jest jednym z nieodłącznych elementów gospodarki wolnorynkowej. W Polsce tradycje bankowości inwestycyjnej nie są zbyt odległe, gdyż jej początki sięgają zaledwie wczesnych lat dziewięćdziesiątych XX w., bowiem dopiero od momentu transformacji politycznej i gospodarczej zaznaczył się rozwój usług w tej dziedzinie. Wtedy też stworzone zostały podstawowe ramy prawne oraz instytucjonalne niezbędne do jej rozwoju. W głównej mierze korzystano z wzorców i doświadczeń państw rozwiniętych, takich jak Niemcy, Francja czy USA.

Podstawowymi założeniami, które przyjęto przy tworzeniu rodzimego rynku kapitałowego były:

- dematerializacja obrotu giełdowego,
- zagwarantowanie przejrzystości rynku,
- zapewnienie ochrony inwestorom.

Niestety, należy stwierdzić, iż po przeszło dziesięciu latach transformacji w Polsce rynek finansowy jest nadal słabo uregulowany (ciągła nowelizacja bądź wprowadzanie nowych przepisów prawnych), a prawo często nie nadąża za procesami rynkowymi lub wpływa na ograniczenie jego rozwoju. Niedoskonałość regulacji prawnych (lub ich brak) odnośnie określonych instytucji, instrumentów, jak i zasad obrotu powoduje, że rynek kapitałowy wciąż nie ma takiego znaczenia, jak w krajach wysoko rozwiniętych – oprócz niezbyt dużego rozpowszechnienia jego instrumentów

finansowych jest nadal niewielka liczba i mała różnorodność inwestorów instytucjonalnych, co utrudnia spełnianie przez rynek kapitałowy w systemie finansowym funkcji kontrolnych i kapitałowych. Ilustracją tego jest m.in. mała liczba prostych transakcji fuzji i przejęć z udziałem przede wszystkim inwestorów zagranicznych, transakcji wykupu własnych akcji przez spółki notowane na giełdzie oraz niewielka liczba publicznych wezwań do sprzedaży akcji.

Równie mało popularne w Polsce są transakcje typu LBO i MBO oraz operacje sekurytyzacji należności. Wymienione transakcje należą do transakcji ryzykownych, w których niezbędne jest stosowanie instrumentów bankowości komercyjnej (kredyty bankowe) i inwestycyjnej (emisja papierów wartościowych, opcji na zakup akcji). Dodatkową przeszkodę dla bardziej skomplikowanych transakcji stanowią reguły ostrożnościowe obowiązujące w polskiej bankowości komercyjnej, np. zarządzenia o rezerwach celowych. W 1999 roku przeprowadzono tylko jedną operację sekurytyzacji, która dotyczyła wrocławskiej firmy Urtica zajmującej się zaopatrzeniem w farmaceutyki⁴⁵.

Na obecny kształt rodzimego rynku finansowego wpłynęło wiele elementów. Jednym z czynników mających znaczny wpływ na jego charakter jest otwieranie się gospodarki. Przejawia się ono we wzroście wymiany handlowej z zagranicą, rosnącą popularnością inwestycji w polskie aktywa, a także współpracą Polski z międzynarodowymi i regionalnymi organizacjami współpracy gospodarczej. Rozwój bankowości inwestycyjnej był z jednej strony wywołany powstaniem i wzrostem popytu na te usługi, a z drugiej strony jej rozwój nastąpił w wyniku reform i rozwoju gospodarki rynkowej, czym przyczynił się do przyspieszenia i powodzenia tych procesów.

Bankowość inwestycyjna ma ścisły związek z procesem prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych, które-

⁴⁵ *Nowe źródło kapitału*, „Magazyn Finansowy” nr 200 z 13 września 1999 r.

go celem była poprawa konkurencyjności oraz efektywności działalności przedsiębiorstw znajdujących się w rękach Skarbu Państwa. Rola bankowości inwestycyjnej obejmuje zasadniczo dwa procesy: przygotowanie pierwszych (pierwotnych) ofert publicznych akcji (lub innych papierów wartościowych) prywatyzowanych przedsiębiorstw i przeprowadzenie ich sprzedaży bądź wprowadzania do obrotu (także giełdowego) oraz doradztwo tych instytucji w przeprowadzaniu restrukturyzacji.

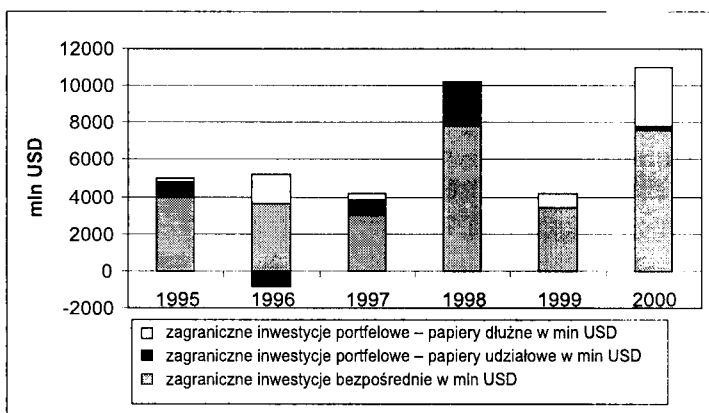
Proces prywatyzacji wpłynął na strukturę własności w polskiej gospodarce: w 1995 r. przychody przedsiębiorstw prywatnych stanowiły 40,7% przychodu z całokształtu działalności sektora prywatnego i publicznego, podczas gdy w roku 2000 było to już 69%⁴⁶. Ilustracją skali procesów prywatyzacyjnych mogą być następujące dane: do końca 2001 r. w procesie komercjalizacji przekształcono 1515 przedsiębiorstw państwowych w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa. Do końca 2001 r. prywatyzacją bezpośrednią objętych zostało 2086 przedsiębiorstw państwowych. W 66% przypadków było to oddanie mienia do odpłatnego korzystania spółce pracowniczej, w 21% spółek prywatyzacja polegała na sprzedaży majątku, a w ok. 10% wniesieniu majątku do spółki. Drugą z metod prywatyzacji jest prywatyzacja kapitałowa, która polega na sprzedaży przedsiębiorstw państwowych podmiotom krajowym lub zagranicznym. Na podstawie badań sporządzonych przez GUS wykazano, iż najlepszy stan finansowy wykazały spółki sprywatyzowane metodą kapitałową. Osiągnęły one wzrost rentowności, podczas gdy spółki pracownicze oraz powstałe w wyniku wniesienia majątku przedsiębiorstw państwowych zanotowały znaczny spadek rentowności. W jednym z raportów NIK⁴⁷ stwierdzono, iż przedsiębiorstwa prywatne, oprócz większej dynamiki rozwoju w porównaniu do przedsiębiorstw państwowych lub komunalnych wykazują się również mniejszym zagrożeniem korupcją.

⁴⁶ GUS 2001, Warszawa 2001, s. 374.

⁴⁷ Zagrożenia korupcją w świetle badań kontrolnych NIK przeprowadzonych w roku 2000, Warszawa, maj 2001 r.

Z kolei inne badania, tym razem autorstwa Banku Światowego⁴⁸, wskazują na nowo powstałe przedsiębiorstwa jako siłę napędową procesów transformacji i rozwoju gospodarczego.

Kształtowanie się wskaźników makroekonomicznych ma wpływ m.in. na rozwój rynku kapitałowego, inwestycje przedsiębiorstw czy komunalne. I tak, w przypadku stóp procentowych, ich wysoki poziom powoduje wzrost popytu na skarbowe papiery dłużne. Pozyskane w ten sposób przez Skarb Państwa pieniądze zmniejszają deficyt budżetowy, ale z kolei niesie to za sobą niechęć potencjalnych inwestorów do innego inwestowania nadwyżek. W dalszej kolejności powyżej opisana sytuacja staje się barierą dla firm oraz władz samorządowych poszukujących kapitału na drodze emisji akcji czy też obligacji. Przekłada się to na ograniczone inwestycje przedsiębiorstw i władz lokalnych. Na polskim rynku finansowym poza rodzimym kapitałem obecny jest również kapitał zagraniczny, a wartość tego kapitału w postaci inwestycji dokonywanych w latach 1995–2001 przedstawiona jest na rys. 3.



Rys. 3. Zagraniczne inwestycje w Polsce w latach 1995–2001
Źródło: www.nbp.pl

⁴⁸ www.nbp.gov.pl – „Transformacja – pierwsze dziesięć lat: analiza i lekcje dla Europy Wschodniej i krajów byłego Związku Radzieckiego”.

Jednak to oszczędności krajowe stanowią o potencjale inwestycyjnym kraju. Niestety, w latach 1999–2001 widoczny był spadek tempa wzrostu nakładów inwestycyjnych. Pomimo tej niekorzystnej tendencji dużą nadzieją na odwrócenie tego zjawiska jest przeprowadzenie tzw. reformy emerytalnej i powstanie II filaru. Ten moment można uznać za rozpoczęcie procesu tworzenia się krajowego kapitału w ramach otwartych funduszy emerytalnych, które powinny stać się w przyszłości źródłem krajowego finansowania rozwoju przedsiębiorstw oraz inwestycji samorządowych. Również przez zachodzące w skali Europy i świata procesy integracyjne Polska zyskuje pośrednie i bezpośrednie korzyści ekonomiczne. Nie tylko wstąpienie do UE i integracja z międzynarodowymi strukturami współpracy gospodarczej, ale też fakt uzyskania członkostwa w NATO w roku 1999 miał znaczący wpływ na pozytywne postrzeganie Polski przez inwestorów i partnerów gospodarczych.

Przez kilka pierwszych lat rynek kapitałowy w Polsce podlegał dynamicznym zmianom. Rosła bądź utrzymywała się na wysokim poziomie liczba debiutów giełdowych i – co się z tym wiąże – rosła liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Rodzimy rynek giełdowy charakteryzuje się następującymi cechami:

- centralizacją w zakresie nadzoru, obrotu i rozliczeń,
- obrót papierami na giełdzie papierów wartościowych jest zdematerializowany,
- rynek kierowany jest zleceniami,
- funkcjonują dwa systemy notowań – jednolity kurs dnia i system ciągły; gwarantuje się inwestorom dostęp do pełnej, prawdziwej informacji.

Obserwowano także pozytywne tendencje dotyczące wartości dokonywanych publicznych emisji lub sprzedaży akcji. Inwestorzy doświadczyli zarówno trendów wzrostowych – hossy, jak i spadkowych – bessy. Z biegiem czasu warszawska giełda stała

się największą w regionie i mogła nawet konkurować z parkietami z tzw. drugiej ligi, czyli z giełdami w Wiedniu, Lizbonie czy Helsinkach. Ten względnie pozytywny wizerunek naszego rynku kapitałowego oraz – na jego tle – wyniki finansowe instytucji zajmujących się działalnością maklerską stopniowo się pogarszały. Początek tego procesu można było zaobserwować w II kwartale 2000 r., koniec w IV kwartale 2003 r.

Z analiz dotyczących realnego wpływu rynku kapitałowego na procesy gospodarcze wynika, że osiągnięcie przez rynek kapitalizacji przynajmniej na poziomie 20% produktu krajowego brutto (PKB) pozwala ocenić taki wpływ jako znaczący. Kapitalizacja warszawskiej GPW kształtuje się obecnie w granicach 17% PKB. Dla porównania, na koniec października 2000 r. kapitalizacja giełdy londyńskiej stanowiła prawie 200% PKB Wielkiej Brytanii, a dla giełdy paryskiej i frankfurckiej relacja ta wynosiła odpowiednio 113% i 71%⁴⁹. Niski poziom tego wskaźnika jest konsekwencją niewielkiego zainteresowania rynkiem kapitałowym zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów. Niska kapitalizacja notowanych spółek jest też powodem do częstych narzekania ze strony inwestorów instytucjonalnych, którzy mają problemy z korzystnym i bezpiecznym ulokowaniem pieniędzy.

Źródeł problemów naszego rynku kapitałowego należy upatrywać w tym, iż nadal niewielki jest udział rynku kapitałowego w porównaniu z kredytami bankowymi w finansowaniu inwestycji i nic nie wskazuje na to, że w najbliższej przyszłości coś się zmieni. Nie jest korzystny również fakt, że Skarb Państwa, który w ramach finansowania budżetu od lat pozyskuje na rynku kapitałowym dziesiątki miliardów złotych, jest w zasadzie głównym graczem na tym rynku, a tym samym wypiera z rynku przedsiębiorstwa emitujące akcje i obligacje.

Uchwalone w styczniu 1989 r. prawo bankowe zapoczątkowało dynamiczne zmiany w polskim systemie bankowym. Zgod-

⁴⁹ Dane za: M. Al-Kaber, *Znaczenie publicznego giełdowego rynku papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt” nr 2 (2002).

nie z ustawą, banki stały się przedsiębiorstwami działającymi na zasadach konkurencji, których zasadniczym celem jest zysk. Zapoczątkowana w 1989 r. reforma doprowadziła do utworzenia dziewięciu dużych regionalnych banków komercyjnych, które rozpoczęły swoją działalność 1 lutego 1989 r. W uchwalonych w 1989 r. ustawach przyjęto następujące zasady działalności banków: uniwersalizm, samodzielność, konkurencyjność, samo-finansowanie, komercjalizm.

W ostatnich latach ma miejsce intensywny proces konsolidacji banków, któremu towarzyszy powstawanie uniwersalnych grup bankowych, w których skład wchodzi banki i inne instytucje finansowe. Wiele banków komercyjnych w Polsce rozpoczyna działalność na rynku usług ubezpieczeniowych czy powierniczo-kapitałowych. Duża liczba banków zaangażowana jest w tworzenie powszechnych towarzystw emerytalnych (PTE), np. BRE Bank S.A. jest akcjonariuszem PTE Skarbiec Emerytura S.A., Citibank Poland S.A. posiada 50% akcji PTE Dom S.A. Również działalność maklerska zdominowana jest przez biura maklerskie należące do banków. Największe z nich to: Centralny Dom Maklerski Pekao S.A., Centrum Operacji Kapitałowych BH, Dom Inwestycyjny BRE oraz Dom Maklerski Banku Millennium.

3.1. Przepisy prawne, instytucje nadzoru

Wraz z ewolucją i tworzeniem się rynku kapitałowego powstawały w Polsce regulacje prawne normujące jego funkcjonowanie. W przeważającej większości przypadków prawo blokowało rozwój rynku kapitałowego lub nie nadążało za jego dynamicznym charakterem. Wymownym przykładem tych negatywnych procesów jest brak zdefiniowania pojęcia „bank inwestycyjny” w jakimkolwiek akcie prawnym w Polsce. Konieczne jest zatem stworzenie legislacji obejmujących z jednej strony zagadnienia dotyczące samego podmiotu – banku inwestycyjnego i zakresu czynności przez niego wykonywanych, a z drugiej należy opracować przepisy regulujące rynek działania banku, instrumenty, jakimi będzie

się posługiwał, oraz instytucje z nim współpracujące i kontrolujące jego działanie na rynku finansowym. Bardzo silnym bodźcem dla ustawodawców stała się perspektywa wejścia Polski do Unii Europejskiej. Dzięki temu w latach 2000–2001 nastąpiło przyspieszenie prac nad jednolitymi przepisami prawnymi określającymi rynek usług finansowych.

Najważniejszymi ustawami zawierającymi przepisy z zakresu usług bankowości inwestycyjnej są:

- Prawo bankowe (1997 r.)⁴⁰,
- Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (1997 r.)⁴¹,
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych (1997 r.)⁴²,
- Ustawa o giełdach towarowych (2000 r.)⁴³,
- Ustawa o obligacjach (1995 r.)⁴⁴,
- Ustawa o organizacji i działaniu funduszy emerytalnych (1997 r.)⁴⁵,
- Ustawa o pracowniczych programach emerytalnych (1997 r.)⁴⁶.

Obecnie integralnym składnikiem każdej rozwiniętej gospodarki jest giełda papierów wartościowych, która powinna zapewnić:

- efektywność – przez kierowanie środków finansowych tam, gdzie przewaga zysków nad nakładami jest największa,

⁴⁰ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz. U. 1997, nr 140, poz. 939 (z późniejszymi zmianami).

⁴¹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

⁴² Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 933 (z późniejszymi zmianami).

⁴³ Ustawa z dnia 26 września 2000 r. o giełdach towarowych. Dz. U. 2000, nr 103, poz. 1099 (z późniejszymi zmianami).

⁴⁴ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz. U. 1995, nr 83, poz. 420 (z późniejszymi zmianami).

⁴⁵ Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 937 (z późniejszymi zmianami).

⁴⁶ Ustawa z 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 932 (z późniejszymi zmianami).

– elastyczność – przez zmniejszenie kosztów zmian w procesach inwestowania i wytwarzania,

– ciągłość – przez umożliwienie zasilania użytecznych ekonomicznie przedsięwzięć.

Poza tymi cechami giełda powinna gwarantować:

– koncentrację podaży i popytu na papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego w celu kształtowania powszechnego kursu,

– bezpieczny i sprawny przebieg transakcji i rozliczeń,

– upowszechnianie jednolitych informacji umożliwiających ocenę aktualnej wartości papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego.

Giełdy można podzielić m.in. ze względu na przedmiot obrotów giełdowych na:

– pieniężne – głównie utożsamiane są z giełdami papierów wartościowych,

– towarowe – koncentrują się na handlu towarami masowymi, dla których można ustalić cechy typowe,

– usług – to giełdy frachtowe i ubezpieczeniowe, na których zawierane są kontrakty przewozowe, a także kontrakty dotyczące premii ubezpieczeniowych⁴⁷.

Najważniejszymi polskimi giełdami są obecnie:

– Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie,

– Centralna Tabela Ofert (CeTO) w Warszawie – regulowany rynek pozagiełdowy,

– Warszawska Giełda Towarowa (WGT) – największa giełda towarowa w Polsce.

GPW to największy regulowany rynek giełdowy w Polsce, który rozpoczął swoją działalność 12 kwietnia 1991 r. Na GPW prowadzony jest publiczny obrót papierami wartościowymi. Obecnie na parkiecie (stan na 01.05.2004 r.) notowane są 202 spółki

⁴⁷ J. Mojak, M. Jakubek, *Prawo giełdowe. Wprowadzenie. Zbiór przepisów*; Lublin 2000, s. 1.

w notowaniach ciągłych i jednolitych. Poza tym odbywa się obrót takimi instrumentami, jak: obligacje, certyfikaty inwestycyjne, kontrakty na indeksy, akcje i waluty (EUR oraz USD) oraz jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych. Na GPW z roku na rok wzrasta znaczenie zagranicznych i krajowych inwestorów finansowych (przede wszystkim funduszy emerytalnych), natomiast traci na znaczeniu Skarb Państwa. W pierwszej dziesiątce rankingu sporządzonego przez „Parkiet”⁴⁸ osiem pozycji należy do inwestorów zagranicznych, a tylko dwie zajmują „rodzimi” akcjonariusze. Największym zagranicznym bankiem (a zarazem zajmującym pierwsze miejsce w ogólnej klasyfikacji) jest Uni-Credito Italiano, który jest większościowym udziałowcem Banku PeKaO S.A. Wartość jego aktywów wyniosła ok. 9,9 mld zł. Drugie miejsce zajmuje Citibank, kontrolujący pakiet 90% akcji Banku Handlowego, którego wartość wynosi ok. 7,1 mld zł. Z kolei największym zagranicznym funduszem inwestycyjnym lokującym środki na warszawskiej giełdzie pozostaje Enterprise Investors, z portfelem wynoszącym na początku 2003 r. ok. 0,5 mld zł.

Drugą po GPW znaczącą giełdą jest powstała w lutym 1996 r. CeTO. Jest instytucją odpowiedzialną za organizację i prowadzenie publicznego obrotu papierami wartościowymi na regulowanym rynku pozagiełdowym. CeTO kładzie nacisk na stworzenie rozwiązań regulacyjnych i infrastrukturalnych dla publicznego i niepublicznego rynku notowań instrumentów dłużnych. Równolegle CeTO stale poszerza gamę oferowanych produktów, wśród których są akcje, certyfikaty inwestycyjne, obligacje skarbowe i pozaskarbowe – korporacyjne, komunalne i przychodowe – oraz inne instrumenty, m.in. hipoteczne listy zastawne.

Warszawska Giełda Towarowa S.A. została powołana do życia w lipcu 1995 roku. Od samego początku WGT bardzo ściśle współpracowała z największą giełdą towarową na świecie: Chicago Board of Trade. W wyniku wprowadzenia w sierpniu 2001 roku

⁴⁸ D. Wołak, *Rośnie znaczenie OFE*, „Parkiet”, 18–20.10.2003, s. 12.

sprzedaży towarów w ramach internetowej platformy handlu, WGT stała się największą komercyjną elektroniczną platformą handlu w Polsce, na której w styczniu 2003 roku obrót przekroczył 1 mld złotych. Wprowadzenie handlu przez Internet miało również pozytywny wpływ na wzrost zainteresowania rynkiem instrumentów pochodnych proponowanych przez WGT. W przypadku towarów pochodzenia rolniczego są to kontrakty terminowe na żywiec wieprzowy oraz pszenicę konsumpcyjną i paszową.

Z kolei najważniejszymi instytucjami nadzoru na rynku kapitałowym w Polsce są:

- Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG),
- Komisja Nadzoru Bankowego (KNB),
- Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE) oraz
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW).

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd została utworzona w marcu 1991 roku na mocy ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszami powierniczymi. KPWiG jest centralnym organem administracji rządowej. Do zadań Komisji należy¹⁹:

1. sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi i towarami giełdowymi oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych,

2. inspirowanie, organizowanie i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych oraz ochronę inwestorów,

3. współdziałanie z organami administracji rządowej, Narodowym Bankiem Polskim oraz instytucjami i uczestnikami publicznego obrotu papierami wartościowymi i obrotu towarami giełdo-

¹⁹ Art. 13 ust. 1. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

wymi w zakresie kształtowania polityki gospodarczej państwa, zapewniającej rozwój rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych,

4. upowszechnianie wiedzy o zasadach funkcjonowania rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych,

5. przygotowywanie projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku papierów wartościowych i rynku towarów giełdowych,

6. podejmowanie innych działań przewidzianych przepisami ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz ustawy o giełdach towarowych.

Komisja Nadzoru Bankowego, wydzielona organizacyjnie w strukturze NBP, jest odpowiedzialna za nadzór nad działalnością banków, mając na celu zapewnienie bezpieczeństwa depozytów zgromadzonych w bankach oraz zapewnienie stabilności systemu bankowego, przy jednoczesnym zagwarantowaniu bankom wystarczającej elastyczności i swobody w podejmowaniu decyzji biznesowych oraz równych warunków i zasad uczestnictwa w rynku finansowym w zakresie podstawowych parametrów finansowych. Główne zadania Komisji Nadzoru Bankowego⁵⁰ to:

1. określanie zasad działania banków zapewniających bezpieczeństwo środków pieniężnych zgromadzonych przez klientów w bankach,

2. nadzorowanie banków w zakresie przestrzegania ustaw, statutu i innych przepisów prawa oraz obowiązujących je norm finansowych,

3. dokonywanie okresowych ocen stanu ekonomicznego banków i przedstawianie ich Radzie Polityki Pieniężnej oraz wpływu polityki pieniężnej, podatkowej i nadzorczej na ich rozwój,

4. opiniowanie zasad organizacji nadzoru bankowego i ustalanie trybu jego wykonywania.

⁵⁰ Art. 25 ust. 2. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. 1997, nr 140, poz. 938 (z późniejszymi zmianami).

Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych jest centralnym organem administracji rządowej, którego zadaniem jest zapewnienie należytej ochrony interesów członków funduszy oraz uczestników pracowniczych programów emerytalnych. Do zadań KNUiFE należy m.in. wydawanie licencji dla Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE) i zezwoleń na działanie Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) oraz sprawowanie nadzoru nad działalnością funduszy i pracowniczych programów emerytalnych. Do ustawowych zadań KNUiFE należy również prowadzenie działalności informacyjno-edukacyjnej. KNUiFE została powołana do życia zgodnie z Ustawą z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁵¹.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. jest w Polsce centralną instytucją odpowiedzialną za prowadzenie i nadzorowanie systemu depozytowo-rozliczeniowego w zakresie obrotu papierami wartościowymi. Obrót ten oparty jest na najlepszych światowych wzorcach, w tym na zasadzie całkowitej dematerializacji papierów wartościowych.

Podstawowe zadania KDPW to⁵²:

1. rozliczanie transakcji zawartych na publicznym rynku papierów wartościowych. Depozyt dokonuje transferów papierów wartościowych między kontami depozytowymi uczestników oraz realizuje przelewy pieniężne między rachunkami uczestników w banku rozliczeniowym. Operacje te są następstwem zawartych na rynku transakcji oraz innych operacji, w wyniku których papiery wartościowe zmieniały właściciela,

2. przechowywanie papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Depozyt prowadzi konta depozytowe, na których zapisywane są papiery wartościowe uczestników systemu depozytowego,

⁵¹ Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz. U. 1997, nr 139, poz. 937 (z późniejszymi zmianami).

⁵² Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

3. realizacja zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych. Depozyt w imieniu emitentów dokonuje następujących operacji: wypłat dywidendy i odsetek z tytułu zdeponowanych papierów wartościowych, realizacji praw poboru, asymilacji serii akcji, konwersji akcji imiennych na akcje na okaziciela, obsługi operacji zamiany akcji w związku z łączeniem się spółek, splitów akcji i zamiany obligacji zamiennych na akcje,

4. nadzór nad zgodnością wielkości emisji papierów wartościowych znajdujących się w obrocie. Do obowiązków KDPW należy kontrola zgodności sumarycznej liczby papierów wartościowych zapisanych na rachunkach uczestników z wielkością emisji,

5. zarządzanie Funduszem Rozliczeniowym. Depozyt prowadzi fundusz gwarancyjny utworzony z wpłat swoich uczestników. Celem funduszu jest zapewnienie wykonania rozliczeń w przypadku wystąpienia braku środków pieniężnych niezbędnych do rozliczenia transakcji na rachunku uczestnika.

Inne zadania KDPW to:

1. System zabezpieczenia społecznego w Polsce – w jego ramach Depozyt pełni dwie bardzo istotne dla bezpieczeństwa uczestników systemu funkcje:

- obsługa wypłat transferowych między OFE w wyniku zmiany członkostwa jednego z uczestników systemu,
- prowadzenie Funduszu Gwarancyjnego tworzonego z wpłat PTE,

2. Rozliczanie transakcji terminowych. Krajowy Depozyt jest odpowiedzialny również za rozliczanie transakcji terminowych na rynku prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Centralną Tabelę Ofert,

3. Obsługa systemu rekompensat.

Poniżej zostaną przedstawione najważniejsze zagadnienia prawne związane z usługami bankowości inwestycyjnej.

Ustawa Prawo bankowe precyzuje czynności bankowe, w tym także te, które są usługami z dziedziny bankowości inwestycyjnej:

emitowanie bankowych papierów wartościowych, terminowe operacje finansowe, nabywanie i zbywanie wierzytelności pieniężnych, czynności obrotu dewizowego, udzielanie gwarancji bankowych oraz czynności zlecone, związane z emisją papierów wartościowych. Do czynności bankowych zaliczono także obejmowanie lub nabywanie akcji i praw z akcji oraz udziałów innych osób prawnych, a także jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Banki mogą zaciągać zobowiązania związane z emisją papierów wartościowych i dokonywać obrotu tymi papierami. Mogą również świadczyć usługi doradcze w sprawach finansowych.

Kolejną niezwykle istotną ustawą dla wykonywania usług z zakresu bankowości inwestycyjnej jest Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁵⁴. Normuje ono zasady publicznego obrotu papierami wartościowymi, prowadzenie działalności maklerskiej, wykonywania zawodu przez maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych, funkcjonowanie rynku (rynek giełdowy i pozagiełdowy) i wskazuje zasady, na jakich odbywa się nadzór nad rynkiem. W związku z ujednoliceniem przepisów pod kątem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, znowelizowana ustawa stwarza możliwość inwestowania w zagraniczne papiery wartościowe, prawa majątkowe i pochodne oraz prawa do akcji. Otworzyła również polski publiczny rynek obrotu papierami wartościowymi dla oddziałów zagranicznych osób prawnych prowadzących działalność maklerską.

W związku z coraz większą popularnością funduszy inwestycyjnych na świecie, również w Polsce doczekaliśmy się odpowiednich aktów prawnych pozwalających na tworzenie określonych funduszy inwestycyjnych oraz podmiotów nimi zarządzających. Ustawa wyróżnia pięć rodzajów funduszy: otwarty, specjalistyczny otwarty, zamknięty, specjalistyczny zamknięty oraz mieszany. Obecnie ustawa została już znowelizowana pod kątem przystąpienia Polski do UE, zatem istnieje zgodność z prawem

⁵⁴ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

w Unii Europejskiej co do sposobu powoływania funduszu, zakresu jego działalności, a także działalności podmiotów nim zarządzających – towarzystw, depozytariuszy, polityki inwestycyjnej Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, obowiązków informacyjnych oraz zasad zbywania i umarzania udziałów.

Kolejnym ważnym elementem prawa jest ustawa o obligacjach⁵¹, która zalicza obligację do papierów wartościowych, normuje pozyskiwanie środków na rynku długoterminowych papierów dłużnych przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą posiadające osobowość prawną, jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty upoważnione do tego na podstawie określonych aktów prawnych. Ustawa nie ma mocy prawnej w stosunku do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski.

Przepisy dotyczące działalności giełd towarowych w Polsce znajdują się w ustawie o giełdach towarowych⁵². Powinna ona przyczynić się do rozwoju zarówno kasowego rynku towarowego, jak i terminowego rynku towarowego obejmującego kontrakty na takie towary giełdowe, jak oznaczone co do gatunku rzeczy, różne rodzaje energii, limity wielkości produkcji oraz pochodzące od nich prawa majątkowe. Stworzyła ona możliwość obrotu na giełdach towarowych prawami majątkowymi od kursów walut i stóp procentowych.

Dzięki ustawie o organizacji i działalności funduszy emerytalnych oraz ustawie o pracowniczych programach emerytalnych, od roku 1999⁵³ nastąpiła reforma systemu emerytalnego w Polsce. Dotychczasowy system oparty na zasadzie redystrybucji dochodów i zawierający wiele przywilejów dla określo-

⁵¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz. U. 1995, nr 83, poz. 420 (z późniejszymi zmianami).

⁵² Ustawa z dnia 26 września 2000 r. o giełdach towarowych, Dz. U. 2000, nr 103, poz. 1099 (z późniejszymi zmianami).

⁵³ Ustawa z 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych. Dz. U. z 1997 r. nr 139, poz. 932 (z późniejszymi zmianami).

nych grup zawodowych został zastąpiony nowym, w którym z redystrybucji będzie pochodzić jedynie część świadczeń (I filar), a reszta będzie pochodzić z OFE (II filar) oraz z indywidualnego programu emerytalnego (III filar), jeśli przyszli emeryci zdecydują się z niego skorzystać. Powołanie funduszu wymaga zezwolenia Komisji Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE). Zabezpieczeniu interesów uczestników funduszy emerytalnych służą odpowiednie regulacje, powodujące w przypadku osiągnięcia przez fundusz w okresie 24 miesięcy stopy zwrotu niższej niż stopa minimalna zdefiniowana w ustawie, konieczność pokrycia różnicy z funduszy zapasowych, ze środków Funduszu Gwarancyjnego, do którego przynależność jest obowiązkowa. W przypadku gdy fundusz emerytalny (lub depozytariusz), którego stopa zysku okaże się niższa od minimalnej nie jest w stanie pokryć różnicy, jest ogłaszana jego upadłość.

3.2. Instytucje odgrywające główną rolę na rynku bankowości inwestycyjnej

W Polsce na rynku usług bankowości inwestycyjnej najważniejszymi podmiotami są banki, bankowe biura maklerskie, domy maklerskie, firmy konsultingowe oraz zagraniczne instytucje finansowe. Niektóre banki komercyjne rozszerzają zakres usług związanych z działalnością inwestycyjną w ramach własnych departamentów inwestycji kapitałowych, a jeszcze inne przez rozszerzenie działalności biur maklerskich. Jak dotąd żadne z biur maklerskich nie przekształciło się w bank inwestycyjny. Na przeszkodzie temu stanęło wiele czynników, m.in. brak tradycji inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce, niska baza kapitałowa, braki kadrowe i *know-how*, konieczność występowania do KPWiG o rozszerzenie zakresu usług przez biuro maklerskie. Niska baza kapitałowa utrudnia biurom maklerskim przede wszystkim uczestnictwo w transakcjach gwarantowania emisji papierów wartościowych. Żadne z działających w Polsce biur maklerskich nie jest

notowane na giełdzie papierów wartościowych i nie było dotąd emitentem dłużnych papierów wartościowych, co odróżnia je od wyspecjalizowanych instytucji finansowych, takich jak banki inwestycyjne w USA.

Najbardziej znaczącymi podmiotami działającymi na rodzimym rynku usług finansowych są: Bank BPH S.A., BRE Bank S.A., Citibank Handlowy, ING Bank, Pekao S.A., PKO BP S.A., a także działające w Polsce zagraniczne banki inwestycyjne, takie jak Merrill Lynch, CSFB czy też wchodzący w skład Citigroup Schroder Salomon Smith Barney.

W pierwszych latach działalności GPW Centralny Dom Maklerski Pekao S.A. miał największą liczbę punktów obsługi klienta, co przyciągało inwestorów z mniejszych miast. Przez wiele lat jego klienci generowali największe obroty akcjami na giełdzie. Obecnie klienci CDM Pekao S.A. dominują jeszcze na rynku obligacji, a bank stwarza możliwość inwestowania za granicą, gdyż pośredniczy w zleceniach na giełdy zagraniczne. Do lipca 2003 r. był jedynym na rynku sprzedawcą obligacji skarbowych, a wkrótce będzie sprzedawał obligacje emitowane przez macierzysty bank.

Bankowy Dom Maklerski PKO BP przejął rolę CDM Pekao S.A. i od początku sierpnia roku 2003 jest jedynym agentem występującym w imieniu Ministra Finansów sprzedającym obligacje skarbowe. Można je zakupić w 887 wytypowanych oddziałach i ekspozyturach banku oraz 35 punktach obsługi klienta Bankowego Domu Maklerskiego PKO BP na terenie całego kraju, co stanowi łącznie 922 punkty sprzedaży obligacji. Obligacje skarbowe można również kupić przez Internet⁵⁷. Klienci banku mogą zawierać też transakcje na Warszawskiej Giełdzie Towarowej.

ING Securities posiada aktywnych klientów generujących wysokie obroty na rynku akcji, obligacji i kontraktów terminowych.

Od września 2002 r. inny znany bank krajowy – BOŚ S.A., od momentu przejścia Domu Maklerskiego Elimar, utrzymuje po-

⁵⁷ www.zakup.obligacjeskarbowe.pl



zycję lidera na rynku kontraktów terminowych, a jego udział w tym rynku w 2003 r. wynosił 16%. Zarząd GPW nagrodił DM BOŚ statuetką Srebrnego Byka za największą aktywność w roli animatora na rynku kontraktów terminowych w 2003 roku. Poza tym DM BOŚ jako pierwszy w Polsce umożliwił składanie zleceń przez Internet.

Z kolei BRE Bank oraz Beskidzki Dom Maklerski odgrywają największą rolę na rynku warrantów na GPW w Warszawie. Dom Inwestycyjny BRE Banku polecany jest szczególnie dla *day-traderów* (inwestorów, którzy rozpoczynają i kończą transakcje na Gieldzie w tym samym dniu). Jako pierwszy umożliwił inwestorom pożyczanie akcji, czyli tzw. krótką sprzedaż. Jest też emitentem notowanych na GPW warrantów na akcje i indeksy. Specjalizuje się w pośrednictwie zleceń na giełdy zagraniczne. Beskidzki Dom Maklerski jako jedyny emituje warranty na akcje i kontrakty terminowe.

Charakterystycznym zjawiskiem jest specjalizacja prowadzonej działalności. Polskie banki koncentrują się na emisji i obsłudze instrumentów dłużnych oraz doradztwie w transakcjach fuzji i przejęć. Zagraniczne banki uniwersalne i banki inwestycyjne skupiają swoją uwagę na projektach związanych z przedsięwzięciami o dużej wartości czy też tych, które są częścią większych, międzynarodowych inwestycji. Mogą one wtedy wykorzystać swoją przewagę konkurencyjną związaną przede wszystkim z działalnością na międzynarodowych rynkach kapitałowych, a także w większym potencjale finansowym.

Utrzymująca się od kilku lat na zagranicznych rynkach finansowych bessa wywołała falę zwolnień w instytucjach finansowych na terenie Polski, a także wycofywanie się z naszego kraju zagranicznych brokerów. Jeszcze na początku roku 2003 w Polsce działało 24 brokerów (dwa lata temu było ich prawie dwukrotnie więcej), a już w grudniu jedynie 21: część podjęła decyzję o zakończeniu działalności i wycofaniu się z Polski (m.in. Wood & Company), część została wchłonięta przez mocniejszych konkurentów (DM

Elimar przez DM BOŚ, poznański DM BMT przez DM BISE), a jeszcze inni połączyli prowadzoną działalność (BM BPH i DM PBK).

W tabeli 5. został przedstawiony udział poszczególnych brokerów w obrotach akcjami, obligacjami, a także na rynku kontraktów terminowych na GPW w Warszawie w roku 2003⁵⁸.

Tabela 5. Udział brokerów w obrotach giełdowych w 2003 r. (w. %)

Broker	Akcje	Obligacje	Kontrakty terminowe	Opcje
DM BH	18,6	5,7	1,9	0,0
CDM PEKAO	14,2	40,0	11,3	0,0
CA IB	12,1	1,0	7,7	0,2
ING SECURITY	10,9	4,5	5,8	5,7
DM BZ WBK	8,4	4,0	11,8	8,7
DI BRE Banku	6,8	3,4	11,6	25,0
HSBC Sec. Polska	4,7	0,8	0,0	0,0
DB SECURITIES	3,7	6,3	0,3	0,0
BDM PKO BP	3,5	12,5	4,9	5,4
ERSTE SECURITIES	3,2	0,2	2,1	17,7
Millenium DM	3,0	8,6	2,8	0,6
BM BPH PBK	2,9	5,4	7,7	20,4
DM BOŚ	2,8	0,3	15,9	0,2
DM PENETRATOR	1,2	0,4	1,6	0,0
BM BGŻ	1,0	1,1	2,3	0,0
KB IDM	0,8	4,3	2,1	2,4
BDM	0,7	0,8	4,7	1,0
IDMSA.PL	0,4	0,1	1,8	9,4
DM Amberbrokers	0,4	0,5	1,5	0,0
ABN AMRO Sec.	0,3	0,0	0,0	0,0
DM BISE	0,3	0,2	1,7	2,6
CSFB (Polska)	0,2	0,0	0,0	0,0
DM POLONIA NET	0,1	0,0	0,5	0,9
SG SP	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: www.gpw.com

⁵⁸ www.gpw.com

Z uwagi na ewolucję tego rynku w dalszym ciągu będą zachodzić kolejne fuzje, głównie wśród 16 biur maklerskich powiązanych kapitałowo z polskimi bankami, a będzie to następstwem łączących się banków – ich spółek-matek. Pod koniec 2001 r. rezygnację z licencji na prowadzenie działalności bankowej w Polsce zapowiedział Bank of America (BoA). Był to pierwszy przypadek, by bank dobrowolnie rezygnował z licencji. Bez niej przedstawicielstwo BoA nie będzie mogło przyjmować depozytów, udzielać kredytów czy przeprowadzać transakcji walutowych. W lutym 2002 r. swój oddział bankowości inwestycyjnej w Polsce zlikwidował niemiecki Deutsche Bank. Obecnie, podobnie jak w przypadku Bank of America, usługi bankowości inwestycyjnej dla firm w Polsce są świadczone z Londynu – stolicy europejskich finansów.

3.2.1. Fundusze inwestycyjne w Polsce

W rozdziale 2.1.2. scharakteryzowana została istota działania funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Są one alternatywnym rozwiązaniem w stosunku do możliwości przekazania nadwyżek pieniężnych do banku inwestycyjnego czy też innej instytucji finansowej w celu prowadzenia przez nią portfela papierów wartościowych. Działają w oparciu o wspomnianą wcześniej Ustawę o funduszach inwestycyjnych⁹⁹.

Pierwszy fundusz pojawił się w Polsce w roku 1992 i był to fundusz wspólnego inwestowania (taką możliwość stwarzały w tym okresie przepisy) – Pioneer Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy. Rozwój rynku nabrał tempa w latach 1997–1999, gdy corocznie powstawało kilkanaście nowych funduszy. Ważny był zwłaszcza rok 1998, gdy weszła w życie Ustawa o funduszach inwestycyjnych. W miejsce dotychczasowych funduszy powierniczych nowa ustawa wprowadziła pojęcie otwartego

⁹⁹ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. 1997, nr 139, poz. 933 (z późniejszymi zmianami).

funduszu inwestycyjnego, nadając mu na wzór amerykański osobowość prawną. Ustawa wprowadziła też dwa nowe typy funduszy, zamknięte i mieszane, a także fundusze specjalistyczne, jako szczególną formę funduszu otwartego. Towarzystwa funduszy powierniczych zobowiązano do przekształcenia się w towarzystwa funduszy inwestycyjnych, a fundusze powiernicze – w otwarte fundusze inwestycyjne. W 2002 r. wzrosła atrakcyjność alternatywnych form oszczędzania. Największą popularnością cieszyły się fundusze inwestycyjne.

Suma aktywów netto funduszy zwiększyła się z 12,1 mld złotych w końcu 2001 r. do 22,8 mld złotych w końcu 2002 r. Był to największy roczny przyrost aktywów netto (o 10,7 mld złotych). Tak duża skala przyrostu aktywów funduszy inwestycyjnych spowodowała znaczną poprawę wskaźników opisujących stan tego segmentu rynku finansowego. Relacja aktywów netto funduszy do PKB wzrosła blisko dwukrotnie z poziomu 1,6% do 2,96%. Wielkość zgromadzonych aktywów w stosunku do depozytów gospodarstw domowych zwiększyła się z 5,95% do 11,62%. Natomiast relacja aktywów funduszy do kapitalizacji GPW w Warszawie wzrosła z 11,93% do 20,59%. Pomimo tak dynamicznego przyrostu aktywów ich wartość w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła w końcu ubiegłego roku tylko 142 USD. Wynik ten nadal ustępuje nie tylko krajom rozwiniętym, ale również państwom o zbliżonym do Polski poziomie rozwoju gospodarczego. Różnica świadczy o ogromnym potencjale rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w przyszłości.

Tendencja wzrostowa utrzymywała się także w 2003 r. Na koniec czerwca 2003 r. na naszym rynku działało aktywnie 16 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, które zarządzały łącznie 119 funduszami. Wśród nich: 28 zarządzało funduszami akcji, 27 funduszami obligacji, 30 funduszami zrównoważonymi, 22 funduszami rynku pieniężnego, a 12 funduszami zamkniętymi i mieszanymi. Fundusze zarządzały środkami o łącznej wartości przekraczającej 35 mld zł. Najwięcej środków, bo ponad 17 mld zł, pozyskały do tej pory

fundusze obligacji⁶⁰. W tabeli 6. pokazano, jak kształtowała się liczba poszczególnych funduszy w latach 1996–2002.

Warto zwrócić uwagę na to, iż nie wszystkie jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oferowane na naszym rynku są powszechnie dostępne. Część z nich jest przeznaczona dla wybranych klientów. Na przykład Pioneer stworzył specjalny fundusz wyłącznie dla pracowników Telekomunikacji Polskiej, a Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych (TFI) Banku Handlowego dla PKP. Jest również grupa funduszy przeznaczonych tylko dla firm, np. GTFI Premium, Skarbiec Kasa Plus czy też ING akcji 2. Często zdarza się również, że TFI nie nakładają formalnych ograniczeń co do statusu klientów, za to określają wysokie kwoty minimalnych wpłat do funduszy. Fundusze starają się stworzyć jak najlepszą sieć dystrybucji. Najbardziej skuteczne w pozyskiwaniu nowych środków są towarzystwa, które w swojej grupie kapitałowej mają banki dysponujące rozwiniętą siecią placówek.

Największymi aktywami zarządza Pioneer kontrolowany przez Pekao S.A. – 9,9 mld zł, a zaraz za nim jest PKO/Credit-Suisse – 6,5 mld zł, zarządzany przez PKO BP S.A. i Credit Suisse Group. Oprócz banków sprzedaż jednostek uczestnictwa prowadzą też biura maklerskie. Banki, które sprzedają jednostki uczestnictwa, z reguły ograniczają się do produktów oferowanych przez towarzystwa ze swojej grupy kapitałowej. Wyjątkiem są tutaj na razie instytucje internetowe, np. mBank, który od stycznia 2003 r., oprócz sprzedaży jednostek uczestnictwa powiązanego kapitałowo towarzystwa Skarbiec, oferuje również jednostki funduszy CA IB, GTFI, PZU, SEB, Warty i TFI Citibanku Handlowego. W jego ślady zamierza pójść Volkswagen Bank Direct. Jednostki można też kupować bezpośrednio na stronach internetowych poszczególnych TFI. Poza tym TFI rozwijają inne kanały dystrybucji; jednostki można kupić drogą telefoniczną albo faksową. Towarzystwa, które są powiązane kapitałowo z firmami ubezpieczeniowymi, sprzedają też fundusze przez agentów.

⁶⁰ K. Siwek, *Rosnie popularność akcji*, „Parkiet”, 17.10.2003, s. 10.

Tabela 6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne w latach 1996–2002

Rodzaj funduszu	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	1	8	17	22	25	26	30
Fundusze obligacji	1	3	7	14	16	19	26
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	3	7	12	19	25	31	29
Fundusze rynku pieniężnego	0	2	2	7	15	18	22
Fundusze zamknięte i mieszane	0	0	0	0	0	0	7
Liczba funduszy ogółem	5	20	38	62	81	94	114
Liczba towarzystw	3	7	12	14	16	19	16

Źródło: Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.

Poniżej zostały podane najważniejsze informacje dotyczące rodzajów funduszy inwestycyjnych, podzielonych według dokonywanych lokat⁶¹.

1. Fundusz akcji inwestuje przede wszystkim w akcje. Zastosowanie instrumentów pochodnych jest dopuszczalne m.in. dla zabezpieczenia przed ryzykiem, przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, przy czym nie może powodować obniżenia ekspozycji funduszu na poszczególne rynki (w tym rynek akcji, region geograficzny) poniżej minimalnego poziomu przewidzianego dla poszczególnych kategorii.

2. Fundusze hybrydowe inwestują w różne rodzaje aktywów, w tym m.in. w akcje, papiery o stałym dochodzie (obligacje, instrumenty rynku pieniężnego), tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, depozyty bankowe, waluty, instrumenty pochodne. Zastosowanie instrumentów pochodnych jest dopuszczalne m.in. dla zabezpieczenia przed ryzykiem. Zastosowanie instrumentów pochodnych oraz dokonywanie lokat w tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania nie może powodować przekroczenia – poza progi przewidziane dla danej kategorii

⁶¹ www.stfi.pl

– minimalnej bądź maksymalnej ekspozycji funduszu na poszczególne rynki (np. rynek akcji, region geograficzny).

3. Fundusz papierów dłużnych inwestuje przede wszystkim w papiery wartościowe o stałym dochodzie, których udział w aktywach powinien być nie mniejszy niż 66%. Fundusz nie może inwestować w akcje z wyjątkiem specyficznych okoliczności, np. nabycia akcji w wyniku konwersji długu. Zastosowanie instrumentów pochodnych jest dopuszczalne m.in. dla zabezpieczenia przed ryzykiem, przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu, przy czym nie może powodować obniżenia ekspozycji funduszu na poszczególne rynki (w tym rynek papierów o stałym dochodzie, rynek obligacji przedsiębiorstw, region geograficzny, rynek walutowy) poniżej minimalnego poziomu przewidzianego dla poszczególnych kategorii.

4. Fundusz rynku pieniężnego musi spełniać ustawowe warunki przewidziane dla tego rodzaju funduszy, o ile odpowiednie przepisy prawa takie warunki przewidują, a ponadto:

– fundusz inwestuje wyłącznie w instrumenty dłużne i lokaty bankowe, których maksymalny termin zapadalności nie przekracza roku,

– maksymalny średni ważony termin zapadalności lokat funduszu wynosi 90 dni.

5. Przedmiotem lokat funduszu gotówkowego mogą być wyłącznie:

– instrumenty dłużne lub lokaty bankowe, których maksymalny termin zapadalności nie przekracza roku,

– instrumenty dłużne o zmiennym oprocentowaniu i terminach zapadalności dłuższych niż rok, pod warunkiem, że charakteryzują się one ryzykiem stopy procentowej nie wyższym niż w przypadku instrumentów dłużnych o terminach wykupu nieprzekraczających roku.

W tabeli 7. pokazano średnie ważone stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych i funduszy powierniczych w latach 1996–2002.

Tabela 7. Średnie ważone stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych i funduszy powierniczych w latach 1996–2002

Rodzaj funduszu	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Fundusze akcyjne	80,8%	4,9%	18,5%	33,6%	5,5%	18,2%	2,2%
Fundusze hybrydowe (w tym zrównoważone)	51,5%	9,1%	7,1%	28,8%	8,9%	4,3%	4,8%
Fundusze obligacji	19,3%	18,3%	20,7%	9,8%	13,8%	16,6%	13,9%
Fundusze rynku pieniężnego	—	—	19,2%	11,0%	15,8%	16,4%	9,4%
Fundusze ogółem	51,0%	8,5%	9,9%	26,1%	10,1%	0,7%	10,4%

Źródło: Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Raport 2001 i Raport 2002.

3.2.2. Fundusze emerytalne w Polsce

Fundusze emerytalne zaczęły w ostatnich latach odgrywać znaczącą rolę na rynku inwestorów instytucjonalnych. Głównym celem ich działalności jest inwestowanie przekazywanych przez uczestników (inwestorów) środków, aby zagwarantować taką ich ilość, która wystarczy do zapewnienia obiecanego w planie poziomu emerytury. Zreformowany system emerytalny opiera się na czterech podstawowych aktach prawnych: Ustawie z 1998 roku o systemie ubezpieczeń społecznych, Ustawie z 1998 roku o rentach i emeryturach z Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, Ustawie z 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Ustawie z 1997 roku o pracowniczych programach emerytalnych.

System emerytalny funkcjonujący w Polsce do 1 stycznia 1999 roku był tzw. systemem zdefiniowanego świadczenia. Cechą takiego systemu jest brak powiązania pomiędzy wysokością płaconej składki na ubezpieczenie społeczne, a wysokością przyszłego świadczenia emerytalnego. Powoduje to uprzywilejowanie poszczególnych grup pracowników pod względem osiągania wieku emerytalnego i wysokości emerytury. Część ich świadczenia musi być

finansowana ze składek innych ubezpieczonych. System emerytalny oparty na umowie pokoleniowej oznacza, że wypłacane przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych emerytury są finansowane z bieżących składek osób pracujących. Nowy system emerytalny oparty jest na mechanizmie uzależniającym wysokość przyszłej emerytury wyłącznie od wysokości sumy opłaconych składek, sytuacji na rynku pracy (w przypadku uczestnictwa w I filarze) lub efektywności inwestowania środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych (w II filarze). Wymaga od każdego ubezpieczonego dbania o to, aby składka emerytalna była opłacana przez pracodawcę w pełnej wysokości. Rozpoczęły także działalność prywatne otwarte fundusze emerytalne (OFE), których zadaniem jest gromadzenie i inwestowanie środków przeznaczonych na przyszłą emeryturę. Konta ubezpieczonych w ZUS i w otwartych funduszach emerytalnych dają ubezpieczonym możliwość kontrolowania aktualnej wysokości zgromadzonego przez nich kapitału. Jednym z najważniejszych celów reformy jest nie tylko zagwarantowanie w przyszłości wypłaty stosownych emerytur wszystkim ubezpieczonym, ale także zapewnienie bezpieczeństwa składek inwestowanych na rynku kapitałowym, który podlega wpływowi wielu czynników ekonomicznych. Połączenie funduszy kapitałowych i umowy pokoleniowej maksymalizuje bezpieczeństwo uczestników systemu, gdyż system mieszany jest stosunkowo odporny zarówno na ewentualne załamania rynku kapitałowego, jak i na niebezpieczeństwa wynikające z niekorzystnych trendów demograficznych, takich jak starzenie się społeczeństwa i niski przyrost naturalny.

Pod względem aktywów największymi funduszami emerytalnymi są Commercial Union, ING Nationale-Nederlanden oraz PZU Żłota Jesień. Poniżej, w tabeli 8. zaprezentowano zestawienie funduszy emerytalnych według wielkości aktywów (stan na 30 września 2003 r.), z uwzględnieniem procentowego udziału akcji oraz obligacji w portfelach funduszy.

Tabela 8. Zestawienie funduszy emerytalnych według wielkości aktywów (stan na 30 września 2003)

Fundusz emerytalny	Aktywa (mln zł)	Akcje (mln zł)	Udział akcji w portfelu (%)	Udział obligacji w portfelu (%)
Commercial Union	11877,70	3669,02	30,89	66,56
ING NN	9310,23	2958,79	31,78	66,85
PZU Złota Jesień	5800,26	1691,36	29,16	64,03
AIG	3571,00	994,17	27,84	64,74
Skarbiec Emerytura	1533,47	428,15	27,92	71,69
Generali	1374,10	419,51	30,53	69,07
Bankowy	1263,35	404,27	32,00	55,00
Sampo	1246,36	356,33	28,59	63,47
Allianz	1117,35	315,32	28,22	66,33
Credit Suisse	1029,59	301,77	29,31	68,27
Pocztalio	868,48	242,57	27,93	53,13
Ergo Hestia	831,09	223,40	26,88	69,10
Dom	702,62	203,84	29,011	64,43
Pekao	674,12	179,18	26,58	70,86
Kredyt Bank	252,94	74,97	29,64	63,61
Polsat	171,97	39,71	23,09	70,48
Razem/Średnio	41624,64	12502,35	30,04	65,78

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych na www.parkiet.com.pl.

Pracownicze programy emerytalne, które miały stanowić element III filaru nowego systemu emerytalnego, są nieliczne – do końca 2001 r. zarejestrowano zaledwie 150 programów, w znacznej części w formie zobowiązania pracodawców wpłacania składek na rzecz pracowników do funduszy inwestycyjnych. Świadczy to o niewielkim zainteresowaniu zarówno pracowników, jak i pracodawców. Szacunkowa liczba uczestników PPE wynosiła w końcu roku 2001 ok. 78 tys. osób.

3.2.3. Fundusze *private equity* i *venture capital*

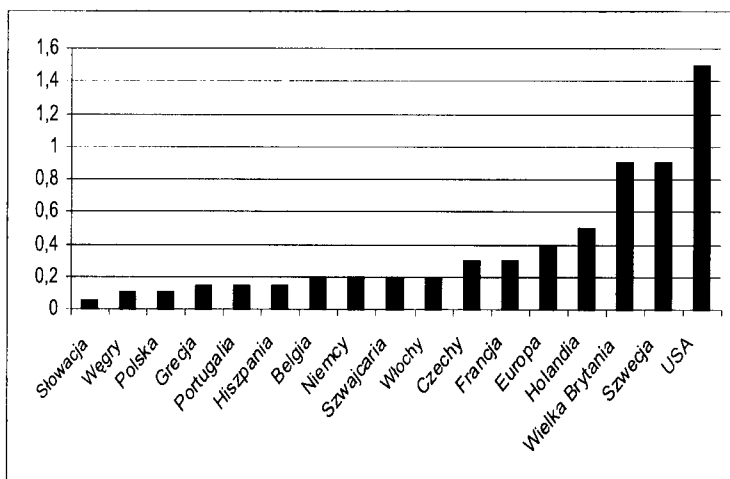
Od roku 1990 na terenie Polski aktywną działalność gospodarczą prowadzi około kilkudziesięciu instytucji finansowych typu *venture capital* (VC). Są to podmioty zarejestrowane w kraju i poza jego granicami (często w obszarach o szczególnym statusie podatkowym), o różnej formie prawnej i własnościowej. Celem działalności tych podmiotów jest oferowanie przedsiębiorstwom niepublicznym (tzn. nienotowanym na giełdzie papierów wartościowych), znajdującym się w różnych stadiach rozwoju, kapitału o charakterze *equity* (zwiększenie wartości kapitału udziałowego lub akcyjnego) w celu sfinansowania określonego programu inwestycyjnego.

Zarówno liczba instytucji oferujących VC, jak i wielkość kapitałów, jakimi one dysponują, wskazują na stosunkowo wysoki poziom rozwoju tego rynku w Polsce. O znacznej atrakcyjności rynku może świadczyć także kontynuowanie działalności inwestycyjnej przez zespoły menedżerskie w ramach nowych funduszy. Aktywność inwestycyjna funduszy *private equity* (PE) w Europie wzrosła w porównaniu z rokiem 2001. W 2002 roku dokonały one inwestycji na łączną kwotę 27,6 mld EUR, o 14% więcej niż w roku 2001. Aż 61,2% środków zaangażowano w inwestycje polegające na przejęciu firmy od poprzednich właścicieli (*buy-out*). Tak duża ilość przejęć wynikała przede wszystkim z dokonującej się we wszystkich branżach restrukturyzacji działalności firm, które koncentrowały się na działalności podstawowej, pozbywając się spółek „niestrategicznych”. Również na rynku polskim zrealizowano więcej inwestycji niż w 2001 roku. Dla spółek, adresatów inwestycji funduszy VC na rynku polskim, rok 2002 był lepszy od poprzedniego, bowiem trafiło do nich 529 mln złotych w porównaniu do 386 mln złotych w roku 2001. Firmy zarządzające funduszami VC działające na rynku polskim zanotowały nieco mniejszy poziom inwestycji niż w roku ubiegłym (457 mln złotych w 2002 r. w porównaniu do 552 mln w 2001 r.), jednak spadek ten dotyczył przede wszystkim ich inwestycji zagranicz-

nych. Portfele inwestycyjne firm działających na rynku polskim wyglądają bardzo dobrze na tle Europy. W Europie zmniejszyła się kwota wyjść z inwestycji z 12,5 mld złotych w roku 2001 do 10,7 mld złotych w roku 2002. Aż 30% z tej kwoty to wyjście z inwestycji przez likwidację spółki portfelowej. W Polsce kwota dezinvestycji w 2002 roku wzrosła dwukrotnie: z 153 mln złotych w 2001 r. do 306 mln złotych w roku 2002. Tylko 5,6% tej kwoty pochodziło z likwidacji spółek. Również oczekiwana od dawna nowelizacja ustaw o funduszach inwestycyjnych i funduszach emerytalnych powinna otworzyć przed funduszami VC i PE nowe możliwości działania i nowe, krajowe, źródła kapitału⁶².

W Polsce instytucją zrzeszającą działające w Polsce fundusze VC i PE jest Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK). Celem Stowarzyszenia jest ułatwianie inwestycji VC oraz rozwój rynku VC i PE w Polsce. Stowarzyszenie liczy obecnie 39 członków: 28 firm zarządzających funduszami VC (członków zwyczajnych) i 11 członków wspierających – wiodących kancelarii prawniczych i firm doradczych działających na rzecz sektora VC. Członkowie PSIK zarządzają kapitałem o łącznej wartości ponad 13 mld zł. W ich portfelach inwestycyjnych jest 240 polskich przedsiębiorstw i ponad 60 spółek z innych krajów Europy Środkowej. Wśród firm, które skorzystały z inwestycji w PE były między innymi: Budimex (inwestor – TDA Capital Partners), Lucas (Enterprise Investors), Polfa Kutno (Enterprise Investors), Town&City (Poland Partners), LP (jeden z funduszy Innova Capital). Z danych EVCA (European Venture Capital Association – Europejskie Stowarzyszenie Funduszy VC) wynika, że inwestycje PE stanowią zaledwie 0,1% naszego PKB, w Czechach 0,3%, natomiast w Europie średnio 0,4% (rys. 4).

⁶² www.psik.org.pl



Rys. 4. Polska na tle Europy: inwestycje PE i VC jako procent PKB
Źródło: EVCA.

3.3. Usługi

Typowymi usługami rynku bankowości inwestycyjnej oferowanymi w Polsce są:

- obrót papierami wartościowymi i zarządzanie funduszami,
- doradztwo finansowe i zarządzanie finansami (*corporate finance*),
- działalność badawcza i analityczna.

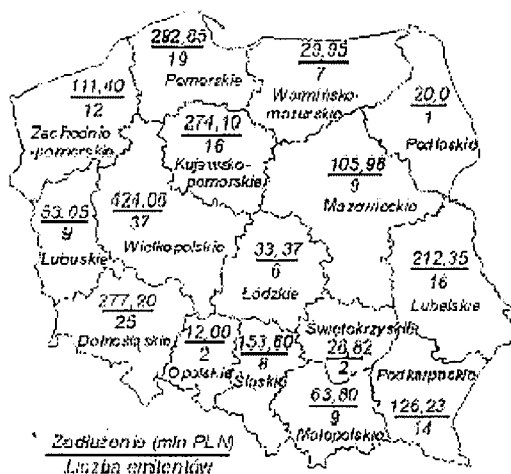
3.3.1. Obrót papierami wartościowymi i zarządzanie funduszami

Na obrót papierami wartościowymi i zarządzaniem funduszami składają się:

- organizacja emisji papierów wartościowych dla innych podmiotów, w tym dla jednostek samorządów terytorialnych, organizacji społecznych, agend rządowych i fundacji prowadzących działalność gospodarczą,

- organizacja emisji własnych papierów wartościowych (akcji i obligacji) przez bank inwestycyjny,
- pośrednictwo w zakresie sprzedaży papierów wartościowych (*selling agent*),
- gwarantowanie emisji papierów wartościowych (*underwriting*),
- usługi powiernicze (m. in. przechowywanie papierów wartościowych, rejestracja zmian stron posiadania papierów wartościowych, rozliczenia transakcji, reprezentowanie klienta na transakcjach obligacji Skarbu Państwa w NBP czy też pośrednictwo w transakcjach pakietowych),
- bezpośrednia sprzedaż papierów wartościowych wybranym inwestorom (*private placement*),
- działalność brokerska (kupno/sprzedaż akcji oraz różnych rodzajów obligacji na rachunek klientów, funkcja maklera-specjalisty),
- działalność dealerska (operacje na rynku finansowym na własny rachunek i we własnym imieniu),
- inwestowanie własnych kapitałów w instrumenty rynku finansowego oraz w inne przedsięwzięcia gospodarcze,
- zarządzanie płynnymi aktywami przedsiębiorstw, finansami towarzystw ubezpieczeniowych, funduszami emerytalnymi przedsiębiorstw i instytucji oraz osób fizycznych (*portfolio management*),
- zarządzanie pakietami akcji lub udziałów należących do innych podmiotów gospodarczych (np. banków komercyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i innych instytucji),
- organizowanie i wybór źródła i formy finansowania projektów inwestycyjnych,
- animacja rynku (*market making*),
- działalność inwestycyjna w ramach utworzonego towarzystwa podwyższonego ryzyka (*venture capital*),
- tworzenie towarzystw inwestycyjnych i zarządzanie nimi.

Organizowanie emisji papierów dłużnych i generowane z tego tytułu zyski stały się dla instytucji finansowych alternatywą w stosunku do prowadzenia rachunków pieniężnych i udzielania kredytów. W Polsce coraz większą popularnością cieszą się dłużne papiery komunalne, które są emitowane przez miasta, gminy i powiaty. Banki dostrzegają korzyści wynikające z kooperacji z Jednostkami Samorządu Terytorialnego, gdyż poza organizacją emisji papierów dłużnych już samo pośredniczenie w ogromnej liczbie transakcji pomiędzy samorządami i firmami działającymi na ich terenie, ich kontrahentami czy Skarbem Państwa jest źródłem przychodów pobieranych z prowizji. Taka współpraca prowadzi do rozszerzenia strefy wpływów w danym regionie, w wyniku czego nawet w przypadku generowania niewielkich zysków z tytułu obsługi działalności Jednostek Samorządu Terytorialnego i niskiej rentowności, pozwala nawiązać inne, bardziej dochodowe kontakty. Wciąż widoczny jest podział geograficzno-ekonomiczny Polski na zamknięty na innowacje Wschód i dużo bardziej otwarty Zachód, co znajduje swoje odzwierciedlenie m.in. w wielkości i ilości przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych. W 2002 r. najmniej, gdyż jedynie jeden program emisji przeprowadzono w województwie podlaskim, a zdecydowaną większość przeprowadzono w województwie wielkopolskim – 37. Na rys. 5. pokazano wartości emisji obligacji municypalnych, a także liczbę programów emisji w poszczególnych województwach.



Rys. 5. Emisje obligacji komunalnych na rynku krajowym według województw; stan na 31.12.2002

Źródło: Fitch Polska S.A.

Na koniec 2002 r. szacowano, iż wielkość rynku nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce wynosiła ok. 19,8 mld zł (patrz tabela nr 8). Największą część rynku stanowią weksle handlowe – w końcu 2001 r. stanowiły ok. 73% rynku, obligacje przedsiębiorstw 17,5%, a obligacje emitowane przez władze lokalne stanowiły ok. 9,5% rynku. Wśród inwestorów na rynku nieskarbowych papierów dłużnych na pierwszym miejscu plasują się spółki, które objęły ok. 40% wartości emisji, następnie banki – ok. 31% oraz spółki ubezpieczeniowe – ok. 8,8%⁶⁴.

Na emisję euroobligacji (rozdział 3.1.1.) decyduje się coraz więcej polskich przedsiębiorstw i banków. Za wyborem takiego sposobu pozyskiwania kapitału przemawiały w ostatnich latach niższe stopy procentowe oraz aprecjacja złotego. W 2001 r. wartość emisji euroobligacji polskich przedsiębiorstw i banków przekro-

⁶⁴ Dane za KPWiG.

czyła 1 mld EUR i była ok. trzykrotnie wyższa niż w roku poprzednim. Najwięcej kapitału tą drogą pozyskały PGNiG (emisja euroobligacji 5-letnich o wartości 800 mln EUR), Telekomunikacja Polska S.A. (500 mln EUR), Elektrownia Turów (270 mln EUR), Kredyt Bank (125 mln EUR) i BIG Bank Gdański (103 mln EUR).

Kolejną usługą oferowaną przez banki inwestycyjne i wyspecjalizowane instytucje finansowe jest organizacja emisji kwitów depozytowych.

Kwity depozytowe to papiery wartościowe, które ucieleśniają prawo do określonych papierów wartościowych wyemitowanych przez spółkę w innym kraju niż ma miejsce siedziba podmiotu będącego ich emitentem. W historii polskiego rynku kapitałowego jeszcze nie odnotowano emisji Polskich Kwitów Depozytowych, jednakże coraz bardziej popularne staje się organizowanie programów emisji Globalnych Kwitów Depozytowych – tzw. GDR-ów. Zagraniczni inwestorzy, nabywając GDR-y, uzyskują uprawnienia, które normuje Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁶⁴, a mianowicie:

- zamianę kwitu depozytowego na określony papier wartościowy
- przejście na właściciela tego papieru wartościowego praw majątkowych bądź ich równowartości
- wydanie przez właściciela tego papieru wartościowego jego wystawcy wiążącej dyspozycji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

GDR-y mogą być notowane na wielu światowych rynkach kapitałowych równocześnie, podczas gdy Amerykańskie Kwity Depozytowe – tzw. ADR-y są emitowane na rynku amerykańskim i przeznaczone dla tamtejszych inwestorów. GDR-y skierowane są na rynki europejskie i najczęściej są przedmiotem obrotu na giełdzie w Londynie, gdzie mają status papierów wartościowych.

⁶⁴ Art. 4, pkt 23, Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

Kwity depozytowe emitowane w oparciu o papiery wartościowe polskich firm notowane są na giełdach w Londynie, Frankfurtu, Berlinie oraz Monachium. Do tej pory na ten krok zdecydowały się: Agora, Bank Millennium, Bank BPH, KGHM, Mostostal Export, Pekao S.A., PKN Orlen, Prokom Software, Softbank, Stalexport oraz Telekomunikacja Polska.

W emisję kwitów depozytowych oprócz emitentów zaangażowane są: bank depozytowy oraz bank powierniczy. Bank depozytowy jest w stosunku do spółki bankiem zagranicznym. Nabywa papiery wartościowe spółki (na rynku pierwotnym lub wtórnym), deponuje je na rachunkach papierów wartościowych, a następnie na ich podstawie wystawia zagranicą kwity i oferuje je inwestorom. Banki spełniające funkcję depozytariusza dla kwitów depozytowych oferowanych w oparciu o papiery wartościowe polskich przedsiębiorstw to: Bank of New York, Bankers Trust oraz Citibank. Z kolei bank powierniczy znajduje się w państwie, w którym emitent papierów wartościowych ma swoją siedzibę. Jego rola sprowadza się do świadczenia wobec banku depozytowego usług deponowania papierów wartościowych spółki na specjalnie w tym celu prowadzonych rachunkach papierów wartościowych. Bankami powiernikami dla kwitów depozytowych oferowanych w oparciu o papiery wartościowe polskich przedsiębiorstw są: Citibank Handlowy oraz Pekao S.A. Poza wymienionymi powyżej podmiotami w programie kwitów depozytowych zaangażowane są także inne podmioty, takie jak organizatorzy emisji nazywani głównymi menedżerami (*lead managers*), menedżerowie współpracujący (*co-lead managers*), prowadzący subskrypcję kwitów na międzynarodowych rynkach kapitałowych oraz agenci notowań (*listing agent*)⁶⁵.

Poniżej zostały wymienione najważniejsze zalety finansowania działalności przez emisję papierów dłużnych, zarówno krótko-, jak i długoterminowych. Korzyści dla klientów wynikające

⁶⁵ M. Drab, D. Sowińska-Kobelak, *Papiery wartościowe i prawa pochodne*, Warszawa 2001, s. 154.

z emisji krótkoterminowych papierów dłużnych (weksli handlowych, bonów komercyjnych czy też weksli inwestycyjnych) to przede wszystkim:

- dywersyfikacja źródeł finansowania,
- niższy koszt pozyskiwania środków finansowych w stosunku do kredytów komercyjnych oraz pożyczek bankowych,
- możliwość finansowania krótko- i średnioterminowego,
- elastyczność umożliwiająca dostosowanie wielkości emisji do bieżących potrzeb finansowych emitenta,
- efekt marketingowy: nazwa firmy występuje w kwotowaniach zamieszczanych w ogólnopolskiej prasie, możliwość prezentacji firmy na konferencjach prasowych i spotkaniach z inwestorami.

Korzyści dla klientów wynikające z emisji obligacji (komercyjnych oraz municypalnych) to głównie:

- dywersyfikacja źródeł finansowania,
- jednolita dokumentacja, stanowiąca podstawę prawną kolejnych emisji – uproszczenie procedury,
- niższy koszt pozyskiwania środków finansowych w porównaniu z kredytami komercyjnymi oraz pożyczkami bankowymi,
- możliwość finansowania krótko- lub średnioterminowego,
- elastyczność umożliwiająca dostosowanie wielkości emisji do bieżących potrzeb finansowych emitenta: wielkości transzy, zapadalności, struktury oprocentowania oraz terminu emisji,
- dostęp do szerokiej bazy inwestorów krajowych,
- obniżenie kosztów emisji – jednorazowe koszty prawne i przygotowania Memorandum Informacyjnego, brak opłaty skarbowej,
- efekt marketingowy – nazwa firmy występuje w kwotowaniach publikowanych w prasie ogólnopolskiej, możliwość prezentacji firmy na konferencjach prasowych i spotkaniach z inwestorami.

W roku 2002 nastąpił wzrost wartości emisji pozaskarbowych papierów dłużnych o 14% w stosunku do roku poprzedniego

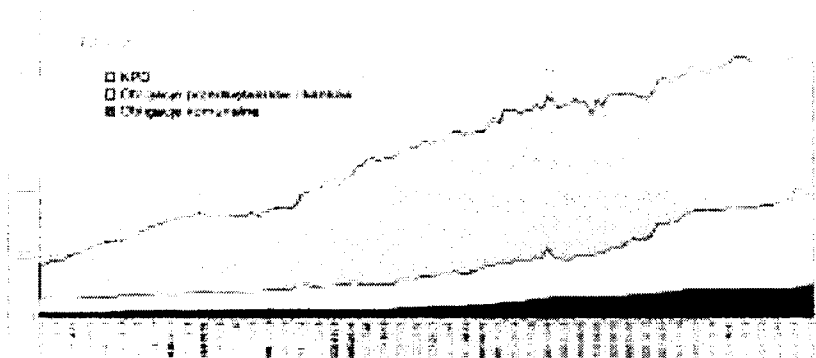
(tabela 9). Największy, bo prawie stu procentowy wzrost odnotowano w segmencie przedsiębiorstw i banków. Wartość emisji w sektorze obligacji komunalnych zwiększyła się o ponad 33%. Na rysunku 6. zilustrowana została sytuacja na krajowym rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (1997–2003).

Tabela 9. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1997–2002; stan na koniec okresu

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Krótkoterminowe papiery dłużne						
Wartość rynku (mln zł)	2544,2	5610,7	6657,8	10931	12719,8	11543,5
Liczba emitentów	113	176	229	328	309	272
Obligacje przedsiębiorstw i banków						
Wartość rynku (mln zł)	563,5	1378,8	1830,9	2492,8	3052,4	6074,3
Liczba emitentów	19	47	46	52	56	59
Obligacje komunalne						
Wartość rynku (mln zł)	296,9	526,1	653,6	859,6	1628,6	2218,8
Liczba emitentów	28	40	53	89	149	192
Wartość rynku Ogółem	3404,6	7515,6	9142,3	14283,4	17400,8	19836,6

Źródło: Fitch Polska S.A.

STATYSTYKA KRAJOWEGO RYNKU POZASKARBOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH (1997-2003)



Rys. 6. Statystyka krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (1997–2003)

Źródło: www.fitchpolska.com.pl.

Najbardziej aktywnymi podmiotami na rynku obrotu papierami wartościowymi i zarządzania funduszami są: Citibank Handlowy, ING Bank Śląski S.A., Pekao S.A., PKO BP S.A. oraz BRE Bank S.A.

W Departamencie Bankowości Inwestycyjnej Citibanku Handlowego oferowanych jest kilka produktów służących pozyskiwaniu środków finansowych bezpośrednio z rynku kapitałowego, opierających się na emisji papierów dłużnych. Pozwala to na elastyczne i efektywne pozyskanie kapitału przy jednoczesnym uzyskaniu „efektu marketingowego” – rozpowszechnieniu nazwy i działalności firmy wśród uczestników rynku finansowego. Citibank S.A. odgrywa rolę organizatora programu, przygotowując m.in. dokumentację oraz materiały informacyjne na temat emitenta; dealera – lokując papiery dłużne na rynku, oraz funkcję agenta płatniczego i depozytariusza. Papiery dłużne przedsiębiorstw lokowane są na rynku w oparciu o emisję niepubliczną, gdzie oferta skierowana jest do oznaczonego adresata w liczbie nieprzekraczającej 100 osób.

czającej 300⁶⁶. Citibank Handlowy organizuje emisje papierów dłużnych w oparciu o Prawo Wekslowe (weksle handlowe), Ustawę o obligacjach (obligacje przedsiębiorstw i władz lokalnych) oraz Prawo Bankowe (certyfikaty depozytowo-bankowe, papiery wartościowe). W 2001 r. Citibank Handlowy (wówczas jeszcze jako Bank Handlowy S.A.) zorganizował emisję weksli handlowych na łączną kwotę 16 939 mln zł (m.in. dla Elektrowni Warszawskich, PKN Orlen, Nestlé Polska). Natomiast emisje obligacji przedsiębiorstw i władz lokalnych zamknęły się kwotą 658,5 mln zł⁶⁷.

Bank ten ma przewagę nad konkurencją ze względu na swój międzynarodowy charakter, co pozwala mu przez spółkę zależną Schroder Salomon Smith Barney na lokowanie emisji obligacji na rynkach międzynarodowych. Skorzystały z tego takie firmy, jak TP S.A. oraz Elektrownia Turów. Pod względem wartości aktywów przechowywanych oraz liczby i wartości rozliczanych transakcji na papierach wartościowych klientów Citibank Handlowy posiada również jeden z większych udziałów w rynku usług powierniczych. Bank działa w ramach Globalnej Sieci Usług Powiernictwa Papierów Wartościowych, tzw. Global Securities Services (GSS). Klientami GSS są emitenci, inwestorzy, a także pośrednicy finansowi korzystający z usług powierniczych Citibanku Handlowego przez sieć oddziałów i spółek zależnych w ponad 50 krajach. Obecnie GSS obsługuje ponad 2500 klientów na całym świecie, a wielkość przechowywanych aktywów wynosi 5 bilionów USD⁶⁸. Klientami są głównie zagraniczne i krajowe instytucje depozytowe i finansowe, takie jak m.in. globalne banki powiernicze, międzynarodowe domy maklerskie, banki inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze powiernicze, inwestycyjne i emerytalne.

⁶⁶ Art. 2 ust. 1. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).

⁶⁷ B. Kolečka, *op. cit.*, s. 258, dane za: KDPW i Ministerstwem Finansów.

⁶⁸ www.citihandlowy.pl

W ramach świadczonych usług powierniczych Citibank Handlowy oferuje m.in. otwieranie i prowadzenie rachunków bankowych i rachunków papierów wartościowych, prowadzenie ewidencji papierów wartościowych, potwierdzanie warunków, czyli tzw. *prematching*, oraz rozliczanie transakcji kupna/sprzedaży papierów wartościowych, dostarczanie potwierdzeń i wyciągów z rachunku bankowego i rachunku papierów wartościowych oraz wypłatę dywidend i odsetek od papierów dłużnych, rozliczenie zryczałtowanego podatku od tych dochodów, informowanie o działalności emitentów i obsługę wydarzeń w spółkach giełdowych, informowanie klientów o walnych zgromadzeniach spółek publicznych, bieżący serwis dotyczący wydarzeń i zmian prawnych na polskim rynku kapitałowym, transakcje wymiany walutowej, rozliczenia i transfery krajowe i zagraniczne oraz usługi powiernictwa papierów wartościowych na rynkach zagranicznych.

Citibank Handlowy może także występować w roli depozytariusza dla funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Funkcje banku depozytariusza dla krajowych funduszy inwestycyjnych pełni od 1996 roku oraz od 1998 roku, w wyniku reformy emerytalnej, również dla krajowych funduszy emerytalnych. W ramach usług banku depozytariusza Citibank Handlowy wykonuje następujące czynności: prowadzenie rejestru aktywów funduszy zapisanych na odpowiednich rachunkach i przechowywanych przez Citibank Handlowy lub inne podmioty do tego upoważnione, kontrola poprawności wyliczania wartości aktywów funduszy, kontrola umów dotyczących kupna/sprzedaży aktywów funduszy oraz ich zgodności z przepisami prawa i statutów poszczególnych funduszy, wykonywanie poleceń funduszy, o ile nie są sprzeczne z przepisami prawa, statutami poszczególnych funduszy lub zagrażają bezpieczeństwu przechowywanych aktywów, zapewnienie, aby aktywa funduszy były inwestowane zgodnie z przepisami prawa i statutami poszczególnych funduszy, kontrola terminowego rozliczania umów dotyczących aktywów funduszy i umów z członkami funduszy, wykonywanie poleceń likwidatora funduszu.

Obecnie pod względem wartości przechowywanych aktywów oraz liczby obsługiwanych funduszy Bank należy do ścisłej czołówki krajowych banków depozytariuszy. Jednostką silnie zintegrowaną z Citibankiem Handlowym jest Dom Maklerski Citibanku, który świadczy pełen zakres usług maklerskich dostępnych na rynku. Kolejną usługą oferowaną przez Citibank Handlowy jest zarządzanie powierzonymi aktywami. Usługa zarządzania cudzymi portfelami papierów wartościowych na zlecenie polega na inwestowaniu powierzonych przez Klienta środków w jego imieniu i na jego rachunek w wybrane instrumenty rynku finansowego. Na podstawie umowy o zarządzanie i udzielonego pełnomocnictwa, zarządzający portfelami dokonują lokat zgodnie z ustaloną wcześniej z klientem strategią inwestycyjną. Przedmiotem lokowania mogą być: akcje, bony skarbowe, obligacje, inne dłużne papiery wartościowe, lokaty bankowe oraz instrumenty pochodne; minimalna wartość środków, jaką osoba prawna lub fizyczna musi powierzyć to 500 tys. zł.

* * *

Bankiem odgrywającym równie znaczącą rolę na rynku usług bankowości inwestycyjnej w Polsce jest Pekao S.A. Mając bardzo duży potencjał finansowy, a także wsparcie w postaci inwestora branżowego, jakim jest UniCredito Italiano S.p.A., Pekao S.A. jest pośrednio największym inwestorem na polskim rynku kapitałowym. Wartość inwestycji całej grupy UniCredito Italiano S.p.A. szacowana jest na 9 913,69 mln zł⁶⁹. Centralny Dom Maklerski (CDM) Pekao S.A. pełnił funkcję agenta emisji obligacji skarbowych od 1 czerwca 1992 r. do 30 lipca 2003 r. Stworzył w tym czasie wspomagany przez programy komputerowe pionierski system obsługi, obejmujący sprzedaż i realizację praw z obligacji. Zorganizował konsorcjum sprzedaży liczące ponad 600 punktów obsługi klientów, w skład którego wchodziły również inne domy

⁶⁹ D. Wolak, *op. cit.*, s. 12.

maklerskie i dokonał sprzedaży obligacji Skarbu Państwa za łączną kwotę ponad 40 mld zł⁷⁰. Oferuje on swoim klientom papiery dłużne w postaci bonów komercyjnych, obligacji municypalnych oraz obligacji korporacyjnych. W październiku 2003 r. Centralna Tabela Ofert (rynek pozagiełdowy) przyznała Pekao S.A. status uczestnika obrotu giełdowego, dzięki czemu Bank będzie mógł bez pośrednictwa maklerów handlować na własny rachunek papierami dłużnymi notowanymi na CeTO. Najprawdopodobniej Pekao S.A. skupi się jedynie na obrocie instrumentami dłużnymi, których ranga na rynku publicznym stale rośnie (obecnie kapitalizacja tego segmentu na CeTO sięga 5 mld zł⁷¹). Bank, w przeciwieństwie do domów maklerskich, będzie mógł działać jedynie we własnym imieniu i na własny rachunek. Bony komercyjne emitowane są w transzach na podstawie prawa wekslowego, przeważnie na okres 8, 13 i 26 tygodni – podobnie jak bony skarbowe – i sprzedawane z dyskontem. W roku 2001 Pekao S.A. wyemitował bony na łączną kwotę 11 082 mln zł⁷² (m.in. wspólna z PKO BP S.A. organizacja emisji Telefonii Lokalnej, Elektrimu oraz Pekao Faktoring). W ramach programu emisji bonów Bank Pekao S.A. zobowiązuje się do:

- aranżacji emisji,
- obsługi emitenta,
- ewentualnej gwarancji emisji (*underwriting*),
- przygotowania i udostępniania inwestorom memorandum informacyjnego określającego *standing* emitenta, cele emisji oraz wszelkie dane ekonomiczne o emisji,
- obsługę prawną emisji,
- przechowywania weksła potwierdzonego wydaniem bonu komercyjnego Banku Pekao S.A.,
- świadczenia usług dealerskich na rynku pierwotnym i wtórnym (zapewnienie płynności),

⁷⁰ www.pekao.pl

⁷¹ „Parkiet”, 9.10.2003.

⁷² B. Kolečka, *op. cit.*, s. 258, dane za: KDPW i Ministerstwem Finansów.

- prowadzenia tabeli kwotowań i udostępniania jej inwestorom za pomocą informacji w prasie,
- dostarczania emitentowi odpowiednich dokumentów informujących o stanie rozprawienia transzy,
- pośredniczenia przy zaspokajaniu wiarytelności wekslowych w terminie wykupu,
- opcjonalnie także do zapewnienia kredytu pomocniczego na wykup transzy/emisji,
- dokonywania innych zleconych czynności.

Kolejnym ważnym produktem w ofercie Banku są obligacje municypalne (gminne, powiatowe, emitowane przez samorząd wojewódzki), które są rodzajem papierów wartościowych emitowanych przez instytucje samorządowe w celu pozyskania środków niezbędnych do realizacji przedsięwzięć wymagających zewnętrznych źródeł finansowania. Ustawa o finansowaniu gmin nakłada na nie bardzo konserwatywny limit zadłużenia. Zabrania gminom zaciągania długów, które spowodowałyby ciężar obsługi przekraczający 15% planowanych przychodów budżetowych emitenta w danym roku. Dlatego obligacje municypalne ze względu na charakter emitenta stanowią bezpieczną alternatywę w stosunku do papierów skarbowych, a posiadają wyższe rentowności.

Rentowności obligacji zazwyczaj oparte są na rentowności rocznych Bonów Skarbowych powiększonych o marżę. Jednocześnie dla inwestorów obligacja stanowi bezpieczny sposób lokowania wolnych środków pieniężnych, przynoszących stabilny dochód. Pekao S.A. oferuje również swoim klientom obligacje korporacyjne, których emitentami są zazwyczaj znane spółki publiczne w dobrym stanie finansowym. Posiadają one z reguły atrakcyjne rentowności przy umiarkowanym ryzyku, przy czym sytuację ekonomiczną danego emitenta można na bieżąco monitorować dzięki dostępności sprawozdań finansowych. Obligacje korporacyjne emitowane są zazwyczaj z terminem wykupu od jednego roku do kilku lat. Oprocentowanie tych papierów może być stałe przez całe życie obligacji lub zmienne, oparte np. na stopie WIBOR

powiększonej o marżę. W 2001 r. Bank Pekao S.A. wyemitował obligacje komunalne oraz korporacyjne na łączną kwotę 471,2 mln zł⁷⁴. W ofercie banku znaleźć można także obligacje zamienne na akcje. Stanowią one typ obligacji, które można nazwać instrumentem hybrydowym, gdyż ma on cechy zarówno instrumentu rynku kapitałowego (akcji), jak i rynku dłużnego (obligacji). Zaletą dla inwestora jest to, że oprócz opcji zakupu akcji, inwestor ma zagwarantowaną stopę zwrotu przez stałe oprocentowanie obligacji. Dodatkowo wzrost ceny akcji na giełdzie powyżej określonego poziomu ceny konwersji zapewnia inwestorowi zysk, i im wyższa cena akcji, tym wyższa stopa zwrotu. Dodatkowo opcja zakupu zwiększa atrakcyjność lokaty, gdyż zapewnia uzyskanie dochodu przekraczającego dochód możliwy do uzyskania z innych papierów dłużnych. W ofercie Pekao S.A. można znaleźć niezbyt powszechną na rynku polskim formę pozyskiwania kapitału – sekurytyzację. W rozdziale 1.3 wspomniano, iż jest to jedna z najbardziej zaawansowanych technik pozyskiwania kapitału dla potrzeb finansowania działalności. Jest ona szeroko stosowana zarówno w USA, jak i od połowy lat osiemdziesiątych także w państwach Europy Zachodniej. W marcu 2000 r. Bank Pekao S.A. uruchomił swój pierwszy (drugi w Polsce) program sekurytyzacji należności dla Pekao Leasing sp. z o.o. Potencjalnymi beneficjentami programów sekurytyzacji mogą być przedsiębiorstwa charakteryzujące się dużym udziałem w swoim bilansie należności rozdrobnionych lub należności od odbiorców o wyższym ratingu. Ponadto programami sekurytyzacji mogą być zainteresowane spółki o dużym zadłużeniu, gdyż przez zastosowanie tej techniki pozyskują finansowanie pozabilansowe. Dzięki sekurytyzacji następuje dywersyfikacja źródeł finansowania, co daje możliwość pozyskania finansowania bez zmiany bieżącego poziomu zadłużenia – finansowanie pozabilansowe, poprawa wskaźników finansowych względnie niższy koszt pozyskania finansowania oraz bezpośredni dostęp do rynku kapitałowego.

⁷⁴ Ibidem, s. 258, dane za: KDPW i Ministerstwem Finansów.

Pekao S.A., podobnie jak Citibank Handlowy S.A., oferuje usługi powiernicze. Standardowo usługi oferowane przez Bank Pekao S.A. składają się z następujących pozycji:

- przechowywanie papierów wartościowych,
- rozliczanie transakcji na papierach wartościowych,
- monitorowanie działań spółek oraz gromadzenie dochodów,
- głosowanie przez pełnomocnika (Bank Pekao S.A. oferuje działanie jako pełnomocnik klienta przy realizacji praw z posiadanych papierów wartościowych).

Usługi powiernicze są generalnie dostępne dla klientów instytucjonalnych. Pekao S.A. uczestniczył w uruchamianiu Pierwszego Polskiego Funduszu Powierniczego Pioneer, dla którego także świadczy usługi powiernicze. Bank we współpracy z Alliance Capital utworzył w 1996 roku Towarzystwo Funduszy Powierniczych Przymierze S.A., które uruchomiło otwarty fundusz powierniczy – Eurofundusz. Co więcej, Bank Pekao S.A. pełni funkcję powiernika dla jednego z największych banków depozytowych – Bank of New York, przechowuje akcje polskich spółek będących podstawą emisji ADR-ów i GDR-ów, a w latach 1993, 1994 i 1995 Bank Pekao S.A. został uznany przez „Global Custodian Magazine” za najlepszego powiernika na polskim rynku⁷⁴.

Następną ważną instytucją na rynku bankowości inwestycyjnej w segmencie obrotu papierami wartościowymi i zarządzania finansami jest ING Bank Śląski S.A. Jego działalność inwestycyjna koncentruje się w dwóch zależnych spółkach: ING Investment Management (Polska) S.A. oraz w ING Securities S.A. ING Investment Management (Polska) S.A. jest wyspecjalizowaną firmą zarządzającą powierzonym portfelem papierów wartościowych na zlecenie, oferującą szerokie możliwości współpracy osobom prawnym oraz innym nieposiadającym osobowości prawnej. Usługa skierowana dla klientów z portfelem powyżej 200000,00 zł (Portfel wzrostu i Portfel Wzrostu Dużych Spółek już od 5000000 zł)⁷⁵.

⁷⁴ www.pekao.com.pl

⁷⁵ www.ing.pl

Jest to usługa odpłatna, pobierana jest prowizja od zysku i stała opłata za zarządzanie. Z kolei ING Securities S.A. świadczy takie usługi, jak: usługi brokerskie, dystrybucja jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, transakcje na rynku pierwotnym, analizy i rekomendacje, pełnienie funkcji sponsora emisji, oferowanie zarządzania portfelem, prowadzenie depozytu spółek niepublicznych oraz obsługę wezwań.

Na usługi brokerskie oferowane przez ING Bank Śląski S.A. składają się m.in.:

- otwarcie i prowadzenie rachunku papierów wartościowych i pieniężnego, oraz rozliczanie transakcji,
- obsługa składanych zleceń,
- obsługa dogrywek i notowań ciągłych,
- obsługa kontraktów terminowych,
- obsługa CeTO,
- aranżowanie transakcji pozasesyjnych oraz pakietowych,
- doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- rozliczanie transakcji przy udziale banku powiernika.

Poza tym ING Bank Śląski S.A. jest aktywnym uczestnikiem rynku pierwotnego, na który składają się emisje skierowane do inwestorów bezpośrednio przez emitentów. Jest to oferta dla klientów indywidualnych, którzy mogą nabywać nowe emisje plasowane na rynku, jak i dla klientów instytucjonalnych, którzy za pośrednictwem ING Securities S.A. mogą przeprowadzać emisje, w ramach tego procesu przeprowadzana jest analiza powodzenia tego przedsięwzięcia, przygotowanie odpowiednich wniosków, zorganizowanie konsorcjum i przeprowadzenie emisji. ING Bank Śląski S.A. oferuje również możliwość prowadzenia operacji sprzedaży i odkupu papierów dłużnych – bonów handlowych, które emitowane są za pośrednictwem ING Banku Śląskiego S.A. oraz emitowanych za pośrednictwem innych banków komercyjnych. W 2001 r. ING Bank Śląski S.A. wyemitował bony handlowe na kwotę 12 330 mln zł (m.in. wspólnie z Citibankiem Handlowym, Fiat Polska oraz Nestlé Polska). W ofercie ING Banku Śląskiego

S.A. znajdują się także transakcje kupna i sprzedaży obligacji gminnych i obligacji przedsiębiorstw, których agentem emisji jest ING Bank Śląski S.A. W danych za 2001 r. bank wyemitował wspomniane wcześniej obligacje na łączną kwotę 270 mln zł⁷⁶.

Na rynku pierwotnym ING Securities S.A. świadczy usługi związane z przygotowaniem i przeprowadzaniem publicznych emisji papierów wartościowych, a w szczególności oferuje:

- sprzedaż obligacji Skarbu Państwa (dwuletnie, trzyletnie, czteroletnie),
- wykonywanie analiz ekonomiczno-finansowych, prawnych,
- przygotowanie niezbędnej dokumentacji na potrzeby emisji, obejmującej w przypadku rynku publicznego sporządzenie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, wniosków do KPWiG, GPW i CeTO,
- prowadzenie w imieniu emitenta postępowania dopuszczeniowego przed instytucjami rynku kapitałowego,
- aktywną sprzedaż papierów wartościowych,
- organizację konsorcjum gwarantującego dojście emisji do skutku,
- zapewnienie publikacji niezbędnych ogłoszeń, przyjmowanie zapisów i wpłat na emitowane papiery wartościowe oraz rozliczenie transakcji z emitentem i inwestorami,
- przygotowanie emitenta do spotkań z inwestorami.

ING Bank Śląski S.A. w ramach oferowanych usług może również odgrywać rolę sponsora emisji. Usługa ta dotyczy tylko papierów już notowanych na giełdzie, czyli będących w obrocie. Polega to na prowadzeniu ewidencji akcji będących własnością inwestorów, ale niezdeponowanych na rachunkach inwestycyjnych. Związane są z nią takie czynności usługowe jak: prowadzenie rejestru posiadaczy (właścicieli) papierów, rejestru uprawnionych do świadczeń (dywidenda, odsetki, prawo poboru, itd.), przeprowadzanie realizacji przysługujących świadczeń uprawnio-

⁷⁶ B. Kolecka, *op. cit.*, s. 258, dane za: KDPW Ministerstwem Finansów.

nym (wyplata dywidendy, odsetek, przyjmowanie zapisów z tytułu wykonania prawa poboru), wystawianie świadectw depozytowych dla uprawnionych, potwierdzanie zgodności danych na dokumentach (świadectwo depozytowe) z rejestrem, wprowadzanie wszelkich aktualizacji w depozycie (połączenia, splity, umorzenia, itp.). Poza tym ING Securities S.A. posiada zezwolenie KPWiG na pośrednictwo w obrocie instrumentami udziałowymi i dłużnymi notowanymi na regulowanych rynkach zagranicznych. Dzięki temu ING Bank Śląski S.A. umożliwia klientom zawieranie transakcji na rynkach krajów, które należą do OECD. Inną ważną w ofercie usługą jest prowadzenie depozytu spółek niepublicznych. Usługa dotyczy firm niebędących jeszcze spółkami publicznymi, które deponują swoje akcje w ING Securities S.A. Związane są z nią dodatkowe czynności usługowe analogiczne do tych wymienionych w przypadku sponsora emisji.

Bankiem biorącym czynny udział w obrocie papierami wartościowymi i oferującym usługi zarządzania finansami jest BRE Bank S.A. W jego ofercie znaleźć można emisje weksli inwestycyjnych (emitowanych na podstawie prawa wekslowego), obligacji przedsiębiorstw oraz jednostek samorządu lokalnego. Weksle inwestycyjne są instrumentem finansowym oferowanym klientom banku, którzy chcą pozyskać krótko- lub średnioterminowe środki finansowe pochodzące bezpośrednio z rynku kapitałowego na prowadzoną działalność gospodarczą. Minimalny czas trwania programu emisyjnego wynosi 12 miesięcy, program składa się z transz. Wielkość programu emisji najczęściej mieści się w przedziale od 5 do 50 mln zł. Terminy zapadalności poszczególnych transz weksli inwestycyjnych wynoszą od 1 do 6 miesięcy⁷⁷. BRE Bank, oprócz emisji weksli inwestycyjnych, pełni funkcję depozytariusza przechowującego weksle inwestycyjne oraz występuje jako dealer papierów dłużnych, organizując rynek wtórny oraz poszukując nabywców weksli. W 2001 r. BRE Bank S.A. zorganizował emisję weksli inwesty-

⁷⁷ www.brebank.com.pl

cyjnych na łączną kwotę 8087 mln zł. Podobnie jak i inne największe instytucje obecne na rynku kapitałowym, również BRE Bank S.A. posiada ofertę obsługi emisji obligacji, która jest skierowana do instytucji notowanych na GPW w Warszawie, CeTO, a także do wszystkich podmiotów o dobrej sytuacji finansowej, poszukujących zewnętrznych źródeł finansowania. Z usług BRE Banku w tym zakresie korzystać mogą również polskie jednostki samorządu terytorialnego, takie jak: miasta, gminy, województwa, powiaty. W 2001 r. BRE Bank S.A. zorganizował emisję obligacji na łączną kwotę 648,7 mln zł⁷⁸.

BRE Bank oferuje klientom prowadzenie emisji następujących rodzajów obligacji:

- obligacje przemysłowe,
- obligacje komunalne,
- obligacje zamienne na akcje,
- obligacje z prawem pierwszeństwa do objęcia akcji, nazywane również warrantami.

Obsługując emisję obligacji, BRE Bank może pełnić funkcje:

1. organizatora emisji, przygotowującego dokumentację transakcji,
2. pełnomocnika do spraw sprzedaży, plasującego emisję wśród inwestorów na rynku pierwotnym lub organizatora rynku wtórnego,
3. pełnomocnika do spraw płatności, wykonującego czynności związane z transferem uprawnionym podmiotom świadczeń pieniężnych wynikających z obligacji,
4. depozytariusza, prowadzącego rachunki powiernicze inwestorów, rejestrującego stan posiadania obligacji oraz przechowującego obligacje w depozycie,
5. gwaranta sprzedaży, zabezpieczającego dojście emisji do skutku, na warunkach uzgodnionych z emitentem.

W ofercie spółki wchodzącej w skład Grupy BRE Bank – Domu Inwestycyjnego BRE Banku – znajduje się emisja akcji na rynku

⁷⁸B. Kolečka, *op. cit.*, s. 258, dane za: KDPW i Ministerstwem Finansów.

publicznym, która skierowana jest do firm, korporacji i instytucji, w tym spółek publicznych notowanych na GPW lub CeTO.

Dom Inwestycyjny BRE Banku oferuje kompleksowy zestaw usług związanych z wprowadzeniem spółki do obrotu publicznego. Usługi te obejmują:

- przygotowanie strategii wprowadzenia do obrotu publicznego akcji spółki, uwzględniającej sytuację makroekonomiczną, sektorową oraz na GPW lub CeTO,

- przygotowanie założeń emisji papierów wartościowych emitenta,

- doradztwo w zakresie zasad udostępniania informacji przez emitenta oraz współpraca przy kampanii reklamowej związanej bezpośrednio z wprowadzeniem emisji do obrotu,

- przygotowanie wszystkich dokumentów potrzebnych przy wprowadzeniu do obrotu publicznego, w tym przygotowanie i dystrybucja prospektu emisyjnego,

- przeprowadzenie procedur formalno-prawnych, w tym uzyskanie pozwoleń Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Krajowego Depozytu Wartościowego oraz GPW lub CeTO w zależności od rynku, na którym papiery będą w obrocie,

- organizację sieci sprzedaży papierów wartościowych oraz możliwość zorganizowania konsorcjum gwarantującego emisję.

Kolejną ciekawą usługą, jaką można znaleźć w ofercie DI BRE Banku, jest plasowanie emisji na rynku kapitałowym przy założeniu, iż jest ona skierowana do ograniczonej grupy inwestorów (tzw. *private placement*). Usługa ta jest przeznaczona dla przedsiębiorstw, chcących pozyskać środki kapitałowe na rozwój własnej działalności, ale jednocześnie za małych, aby znaleźć inwestora na GPW w Warszawie. Oferta jest również przeznaczona dla firm poszukujących finansowania, o dużym potencjale rozwojowym, mających przejściowe trudności z pozyskaniem kapitału na skutek np. przeinwestowania lub braku możliwości finansowania nowych przedsięwzięć w sytuacji rosnącego popytu na oferowane przez nie produkty lub usługi. Główne oczekiwania ze stro-

ny inwestorów to: wysoka stopa zwrotu, możliwość wycofania własnych kapitałów („wyjście z firmy”) po określonym czasie oraz ochrona własnych interesów.

Główne korzyści dla klientów:

- możliwość szybkiego i efektywnego przeprowadzenia procesu dokapitalizowania firmy,
- szansa na pozyskanie renomowanego inwestora,
- wzrost konkurencyjności firmy,
- brak publicznych obowiązków informacyjnych, które wiążą się z pozyskaniem kapitałów przez spółki na GPW – niższy koszt emisji.

Jednym z założeń BRE Banku S.A. jest aktywne inwestowanie za pośrednictwem Domu Inwestycyjnego BRE Banku na krajowym oraz zagranicznych rynkach kapitałowych. BRE Bank oferuje możliwość przechowywania wszelkiego typu papierów w ramach świadczonych usług powierniczych.

Inny podmiot zależny od BRE Banku – Skarbiec Investment Management oferuje usługi w zakresie zarządzania portfelem inwestycyjnym. Opiera się ono na lokowaniu środków klienta na rynku kapitałowym zgodnie z indywidualnie obraną strategią inwestycyjną. Przy opracowywaniu strategii brane są pod uwagę indywidualne preferencje co do rodzaju ryzyka, oczekiwanych stóp zwrotu, poziomu płynności, horyzontu inwestycyjnego oraz sytuacji podatkowej. W ramach ofert zarządzania aktywami Skarbiec Investment Management oferuje również zarządzanie niepublicznymi oraz zagranicznymi papierami wartościowymi. Natomiast w przypadku klientów, którzy pragną indywidualnie podejmować decyzje inwestycyjne, Skarbiec Investment Management oferuje usługi z zakresu doradztwa inwestycyjnego oraz podatkowego. Najważniejsze korzyści to:

- dostęp do szerokiej gamy instrumentów finansowych,
- możliwość wyboru indywidualnej strategii inwestycyjnej,
- korzystne warunki zawierania transakcji,
- wykorzystanie potencjału doświadczonego zespołu fachow-

ców, osiągającego doskonałe wyniki w inwestowaniu na polskim rynku,

- zlecając zarządzanie płynnymi środkami wyspecjalizowanemu podmiotowi, klient koncentruje się na realizacji własnych celów zarówno w życiu zawodowym, jak i osobistym.

Podobnie jak w przypadku banków, których oferty zaprezentowano powyżej, również i BRE Bank zajmuje się usługami powierniczymi. Z tych usług korzystają fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, firmy zarządzające aktywami klientów, inwestorzy portfelowi, banki zagraniczne, brokerzy zagraniczni oraz inne podmioty prowadzące inwestycje w papiery wartościowe. Bank świadczy swoje usługi w zakresie przechowywania i rozliczania transakcji na papierach wartościowych będących w obrocie na polskim rynku regulowanym i nie-regulowanym oraz na rynkach zagranicznych.

* * *

W ofercie kolejnego banku – PKO BP S.A. – obok bonów komercyjnych coraz większą rolę zaczynają odgrywać obligacje przedsiębiorstw i władz lokalnych. W 2001 roku bank ten zorganizował emisję tych dłużnych papierów na łączną sumę 175,8 mln zł (emisja obligacji komunalnych m.in. dla województwa wielkopolskiego na sumę 54 mln zł, Koła – 15 mln zł oraz Ostrowa Wlkp. – 12 mln zł) i był liderem na rynku obligacji municypalnych. Departament Inwestycji Kapitałowych PKO BP S.A. oferuje firmom oraz jednostkom samorządów terytorialnych usługi doradcze, związane z organizacją i strukturą emisji papierów wartościowych. W swojej ofercie Bank PKO BP S.A. proponuje:

- zaciągnięcie kredytu,
- emisję krótkoterminowych papierów dłużnych,
- emisję obligacji (publiczną lub niepubliczną).

W ramach obsługi emisji obligacji PKO BP oferuje:

1. Przeprowadzenie emisji obligacji, czyli:

- sporządzenie wszystkich dokumentów wymaganych prawem,

- plasowanie obligacji na rynku,
- obsługę kasową i księgową.

2. Gwarantowanie powodzenia emisji obligacji przez zobowiązanie do zakupu obligacji, które nie znalazły nabywców na rynku.

3. Obsługę emisji obligacji, czyli:

- prowadzenie depozytu dla obligacji,
- organizację rynku wtórnego,
- obsługę wypłaty odsetek.

Przykładowa procedura przy organizacji emisji akcji dla emisji publicznej w banku PKO BP S.A. wygląda następująco⁷⁹:

1. Sporządzenie prospektu emisyjnego

Departament Inwestycji Kapitałowych wspólnie z BDM oferuje firmom usługi związane z organizacją emisji akcji, w tym sporządzenie prospektu emisyjnego, który będzie zgodny ze standardami i wymogami prawa papierów wartościowych w Polsce.

2. Plasowanie emisji

W ramach organizacji emisji akcji PKO BP proponuje opracowanie odpowiedniej koncepcji uplasowania nowej emisji akcji. Bank sugeruje najdogodniejszy termin plasowania emisji na rynku, określa sposób ustalenia ceny emisyjnej, przeprowadza proces budowania księgi popytu i rekomenduje ostateczną cenę emisyjną akcji. Doradcy proponują najkorzystniejszy tryb zbywania walorów: cena sztywna lub cena minimalna, subskrypcja bądź sprzedaż na specjalnej sesji giełdowej. Gdyby okazało się, że z uwagi na niekorzystne warunki rynkowe część emisji nie będzie mogła znaleźć nabywców, wówczas bank proponuje alternatywne formy finansowania inwestycji (emisje dłużnych papierów wartościowych, specjalne linie kredytowe).

3. Gwarantowanie emisji

PKO BP podejmuje się gwarantowania powodzenia emisji akcji, co może zapewnić sukces przedsięwzięcia w przypadku,

⁷⁹ www.pkobp.pl

gdyby inwestorzy nie objęli wystarczającej liczby akcji w ofercie publicznej. Bank może wystąpić jako gwarant samodzielny lub organizator konsorcjum gwarancyjnego. Gwarantowanie daje pewność uzyskania wpływów z przeprowadzonej emisji i nie poniesienia dużych kosztów w sytuacji niepowodzenia emisji, a także wzbudza zaufanie inwestorów co do ceny emisyjnej przez zaangażowanie kapitału gwarantów w celu podparcia wyceny.

4. Sprzedaż papierów wartościowych

Otwarcie subskrypcji akcji poprzedzone jest serią spotkań przedstawicieli spółki i organizatora emisji z potencjalnymi akcjonariuszami w celu dostarczenia inwestorom wszystkich istotnych informacji, a także zwiększenia zainteresowania emisją i zapewnienia jej możliwie dużego rozproszenia. Sprzedaż papierów wartościowych w publicznej ofercie realizowana jest przez BDM. Bankowy Dom Maklerski PKO BP podejmuje się również pełnienia funkcji sponsora emisji. W ramach tej funkcji BDM zapewnia prowadzenie rejestru akcjonariuszy, obsługę wszystkich praw wynikających z posiadania akcji, reprezentowanie emitenta wobec uczestników Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

5. Dopuszczenie akcji spółki do obrotu giełdowego

Kolejnym krokiem, który jest naturalnym następstwem dopuszczenia akcji spółki do obrotu publicznego jest notowanie na giełdzie lub w systemie Centralnej Tabeli Ofert. Przy współpracy z emitentem przygotowywane są wszystkie dokumenty niezbędne do uzyskania zgody Rady Giełdy na wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego. Jako członek GPW, zgodnie z jej wymogami, PKO BP przygotowuje opinię o sytuacji spółki i perspektywach jej rozwoju.

Departament Inwestycji Kapitałowych PKO BP świadczy również usługi w zakresie działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym, proponując klientom:

- inwestycje kapitałowe bezpośrednio z własnych środków, w ramach funduszy VC przez obejmowanie akcji i udziałów w spółkach niepublicznych oraz objętych programem NFI,

- tworzenie konsorcjów kapitałowych w oparciu o polskie i zagraniczne podmioty gospodarcze i finansowe,
- przeprowadzanie kompleksowej obsługi analitycznej przy podnoszeniu kapitałów Spółek,
- projektowanie optymalnych sposobów finansowania działalności,
- pomoc w poszukiwaniu inwestora strategicznego lub finansowego.

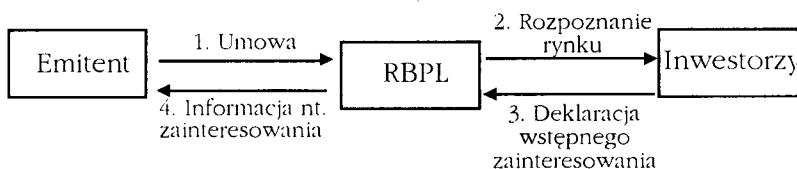
* * *

Kolejnym aktywnym uczestnikiem polskiego rynku finansowego posiadającym bogatą ofertę z zakresu bankowości inwestycyjnej jest Raiffeisen Bank Polska S.A. Można znaleźć usługi związane z instrumentami dłużnymi, takie jak: bony dłużne, niepubliczną emisję obligacji, sekurytyzację, obrót wierzytelnościami oraz kompleksową ofertę dla gmin. W ofercie Raiffeisen Bank Polska znajduje się:

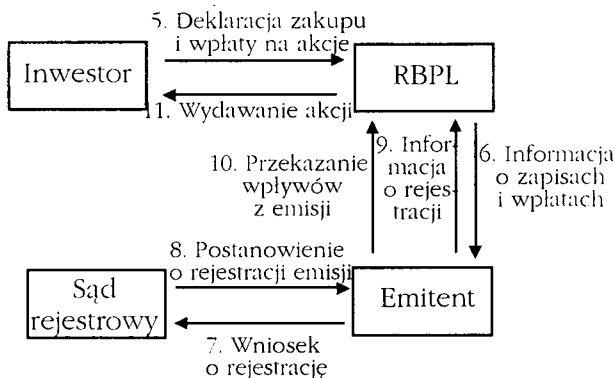
- organizowanie niepublicznych emisji akcji,
- publiczne emisje akcji,
- niepubliczne emisje obligacji,
- sekurytyzacja,
- pozyskiwanie inwestorów strategicznych,
- tworzenie grup kapitałowych,
- publiczne wezwanie,
- doradztwo finansowe,
- obrót wierzytelnościami,
- oferta dla gmin.

Niepubliczna emisja akcji zazwyczaj polega na pozyskaniu inwestora strategicznego lub finansowego typu *private equity* (najczęściej jest to specjalistyczny fundusz inwestycyjny). Inwestor ten angażuje swoje środki finansowe zwykle na 2–4 lat.

1. faza. Rozpoznanie zainteresowania i wstępna selekcja inwestorów



2. faza. Prywatna klasacja akcji



Rys. 7. Schemat funkcjonowania niepublicznej emisji akcji

Źródło: www.raiffeisen.pl

Raiffeisen Bank Polska S.A. proponuje emitentowi w procesie niepublicznej emisji akcji m.in.:

- opracowanie memorandum informacyjnego,
- reprezentowanie państwa w negocjacjach z potencjalnymi inwestorami,
- doradztwo w negocjacjach i spotkaniach z potencjalnymi inwestorami, w szczególności instytucjonalnymi inwestorami typu *private equity*,
- określenie struktury emisji odpowiadającej strategicznym celom oraz oczekiwaniom inwestorów,

- techniczne przeprowadzenie niepublicznej subskrypcji akcji nowej emisji zgodnie z określonymi potrzebami,
- przechowywanie kwot pieniężnych wpłaconych na zamówione akcje,
- rozliczenie subskrypcji,
- przygotowanie analizy spółki według standardu Grupy Bankowej Raiffeisen.

Korzyści z wyboru takiego właśnie sposobu pozyskania środków finansowych dla emitenta są następujące:

- niższe koszty niż w przypadku emisji publicznej,
- możliwość sprawowania ograniczonej kontroli zmian struktury akcjonariatu.

W przypadku publicznej emisji akcji Raiffeisen Bank Polska S.A. proponuje m.in.:

- doradztwo w opracowaniu strategii wprowadzenia akcji do obrotu publicznego,
- koordynację prac związanych z wprowadzeniem akcji do obrotu publicznego,
- opracowanie prospektu emisyjnego,
- określenie struktury emisji,
- nadzór nad drukiem i dystrybucją prospektu emisyjnego.

Korzyści z wyboru takiego właśnie sposobu pozyskania środków finansowych dla emitenta są następujące:

- pozyskanie środków pieniężnych większych niż w przypadku emisji niepublicznej,
- uzyskanie obiektywnej wyceny akcji przez rynek,
- wzrost prestiżu spółki,
- wzrost wiarygodności spółki,
- możliwość promocji i reklamy,
- uzyskanie relatywnie wysokiego stopnia płynności inwestycji dla akcjonariuszy spółki.

Raiffeisen Bank jako agent emisji bonów dłużnych zapewnia płynną obsługę zarówno emitentów, jak i inwestorów. Sprzedaż bonów dłużnych odbywa się w oparciu o zasadę najwyższej sta-

ranności (*best efforts basis*). W przypadku braku możliwości uplasowania bonów na rynku Raiffeisen Bank jest gotowy do zapewnienia gwarancji (*underwritingu*) skutecznego przeprowadzenia programu emisji bonów. Jak wskazuje dotychczasowa praktyka rynkowa, zabezpieczenie programu emisji do wysokości 30% kwoty programu całkowicie pokrywa ryzyko pozyskania środków na rynku i jednocześnie w znaczący sposób nie podnosi kosztów związanych z przygotowaniem transakcji. Raiffeisen Bank jest jednym z wiodących organizatorów emisji bonów dłużnych. Wielkość uplasowanych emisji do końca 2000 roku wynosi 26 mln zł. Raiffeisen Bank Polska S.A. jako agent emisji zajmuje się również organizowaniem rynku wtórnego bonów dłużnych. W danych za 2001 r. bank zorganizował emisję tych papierów na kwotę 6 225 mln zł⁸⁰.

Bank jako organizator emisji spełnia następujące funkcje:

- agenta emisji – wykonuje zobowiązania związane z obsługą administracyjną emisji, prowadzeniem rejestru instrumentów dłużnych,
- agenta płatniczego – świadczy na rzecz emitenta usługi związane z obsługą finansową umów sprzedaży, wykupu bonów dłużnych oraz ich ewidencji.

Bank jako dealer ma za zadanie:

- utrzymywać kontakty z emitentem oraz inwestorami,
- plasować emisje – uplasowanie emisji wśród jak największej liczby inwestorów,
- dbać o zachowanie płynności – zachowanie płynności poprzez organizację rynku wtórnego.

Kolejną ciekawą usługą, którą Raiffeisen Bank oferuje we współpracy z domem maklerskim Grupy Bankowej Raiffeisen (Raiffeisen Capital&Investment Polska S.A.) jest organizacja publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji. W zakresie publicznych wezwań Raiffeisen Bank Polska S.A. (w porozumieniu z Raiffeisen Capital&Investment Polska S.A.) proponuje:

⁸⁰ www.raiffeisen.pl

– analizę i projektowanie strategii wezwania, czyli doradztwo przy ustaleniu ceny akcji oraz ilości akcji, które mają być skupowane od uczestników obrotu,

– pośrednictwo w kontaktowaniu się z instytucjami regulującymi rynek takimi, jak KPW i G,

– szybką i efektywną reakcję na zmianę warunków rynkowych, np. przez rekomendację zmiany ceny wezwania na akcje,

– przeprowadzanie procesu odkupu akcji od inwestorów.

Podobnie jak wcześniej opisywane instytucje finansowe, także i Raiffeisen Bank S.A. współpracuje z domem maklerskim Grupy Bankowej Raiffeisen, stąd posiada w swojej ofercie pełen zakres usług powierniczych, związanych z prowadzeniem rachunków papierów wartościowych:

– przechowywanie papierów wartościowych będących w publicznym obrocie, dokonywanie rozliczeń z tytułu ich posiadania i zawierania transakcji,

– nabywanie papierów wartościowych na rynku pierwotnym,

– przystępowanie do przetargów na obligacje Skarbu Państwa w imieniu klienta,

– obliczanie wartości portfela na dany dzień,

– reprezentowanie klienta na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki,

– przygotowywanie i weryfikowanie informacji dla audytora,

– przechowywanie papierów wartościowych w formie materialnej, zawieranie transakcji kupna i sprzedaży akcji, obligacji, praw poboru i praw pochodnych na rynku wtórnym dopuszczonych do publicznego obrotu,

– zawieranie transakcji giełdowych na rynku notowań jednolitych, notowań ciągłych i CeTO,

– zawieranie transakcji pozasesyjnych na akcjach i obligacjach notowanych na GPW.

Wymienione wcześniej podmioty mają największy udział w zakresie świadczonych usług obrotu papierami wartościowymi i zarządzaniu finansami. Oprócz nich na uwagę zasługują

także CA IB Securities (kojarzony z dużymi krajowymi i zagranicznymi graczami), West LB, Bank Zachodni WBK (ceniony za nowinki techniczne, np. alerty cenowe czy dostęp do rachunku przez usługę WAP) czy też ProCapital. Mocną pozycję na rynku zajmuje również Bank BPH.

Oferta wszystkich podmiotów obecnych na tym rynku jest zróżnicowana i zaznacza się tendencja do specjalizacji. Wiele biur i domów maklerskich ogranicza się do świadczenia podstawowych usług. Tylko największe oferują szeroką, prawie pełną gamę usług. Poza wymienionymi wcześniej bankami, BGK posiada specjalną ofertę adresowaną do samorządów i sektora komunalnego. W roku 1989 objął funkcję agenta emisji pierwszych powojennych emisji obligacji Skarbu Państwa. Bank prowadził obsługę I i II emisji obligacji Skarbu Państwa, w tym tzw. obligacji zamiennych na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych. BGK jest aktywnym uczestnikiem rynku obligacji komunalnych, plasując się w czołówce banków organizujących emisje obligacji komunalnych pod względem liczby podpisanych umów emisji. W swojej ofercie posiada emisję obligacji komunalnych, obligacji korporacyjnych oraz krótkoterminowych papierów dłużnych – weksli komunalnych i komercyjnych. Wymienione usługi BGK realizuje na podstawie umowy kompleksowej bądź kilku umów, w których może występować jako doradca finansowy, agent emisji, gwarant zamknięcia emisji, depozytariusz i agent ds. płatności, pełnomocnik ds. sprzedaży, gwarant wykupu obligacji. Od początku 2001 roku Bank BGK podpisał 29 umów dotyczących organizacji emisji obligacji komunalnych o łącznej wartości 167,2 mln zł, w tym 16 dla miast i gmin, 11 dla powiatów i 2 dla województw⁸¹.

⁸¹ www.bgk.com.pl

3.3.2. Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami przedsiębiorstw

Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami przedsiębiorstw występuje najczęściej w transakcjach pozyskiwania kapitału, M&A, prywatyzacji i restrukturyzacji, w planowaniu podatkowym, zarządzaniu ryzykiem finansowym, w organizacji kredytów konsorcjalnych, transakcjach LBO i MBO. W Polsce usługi doradcze w większości przypadków ograniczają się do realizacji przedsięwzięć prywatyzacyjnych, gdyż fuzje i przejęcia są na rodzimym rynku raczej zjawiskiem rzadkim. W związku z tym, iż tego typu transakcje są zawierane przede wszystkim pomiędzy międzynarodowymi korporacjami, usługi oferują obecne w Polsce zachodnie banki inwestycyjne, takie jak Schroeder Salomon Smith Barney, Merrill Lynch czy CSFB. Ta ostatnia firma zdobyła wiele ciekawych kontraktów, takich jak doradzanie Ministerstwu Skarbu przy II etapie prywatyzacji TP S.A., przy połączeniu banków BPH i PBK, czy też opracowanie niezwykle opłacalnej transakcji wykupu przez francuską grupę finansową Credit Agricole 75% akcji spółki Lukas (za jej ośmiokrotną wartość księgową). Z kolei najbardziej aktywnymi polskimi bankami na tym rynku są: Citibank Handlowy, Pekao S.A. i BRE Bank oraz domy maklerskie, takie jak Penetrator czy też ProCapital (w roku 1999 został kupiony przez Deutsche Bank Polska S.A., dołączając do grona instytucji tworzących w Polsce Grupę Deutsche Bank). Poza tymi podmiotami na rynku transakcji M&A obecne są również firmy audytorskie oraz wyspecjalizowane firmy doradcze, takie jak Concordia czy też BMF.

Pogorszenie kondycji i sytuacji finansowej przedsiębiorstw w 2001 r. spowodowało ograniczenie wydatków na usługi doradcze, pomimo tego iż wiele przedsiębiorstw potrzebuje pomocy w przeprowadzaniu potrzebnej restrukturyzacji. Szczyt wpływów z prywatyzacji w państwach OECD nastąpił w roku 1998 i wy-

⁸² *Raport Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju z czerwca 2002 r.*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 1(636) 2003, s. 28.

niósł 100 mld USD, a w roku 2001 było to już tylko 20 mld USD⁸². Dokonane w 2001 r. transakcje pozwalają na wyróżnienie głównych cech procesów prywatyzacyjnych w państwach OECD:

- 1) Rzadziej i mniej prywatyzowano – w roku 2001 nie miała miejsce ani jedna transakcja na sumę przekraczającą 5 mld USD,
- 2) Głównym przedmiotem transakcji prywatyzacyjnych były firmy telekomunikacyjne, a potem firmy z sektora bankowego,
- 3) Główną metodę sprzedaży stanowiły oferty publiczne, a następnie prywatyzacja kapitałowa.

Pod względem wpływów z prywatyzacji liderem w 2001 r. były Niemcy, Korea, Włochy, Norwegia, Czechy oraz Polska. Rząd niemiecki w 2001 r. kontynuował sprzedaż akcji państwowych holdingów: przede wszystkim Federalnej Drukarni oraz udziałów w hamburskim oraz frankfurckim porcie lotniczym. Ze względu na niepewność co do warunków na rynkach kapitałowych rząd niemiecki zdecydował o wstrzymaniu dalszej sprzedaży akcji narodowego dostawcy usług telekomunikacyjnych – Deutsche Telekom oraz poczty – Deutsche Post.

We Włoszech w 2001 r. odnotowano znaczny spadek procesów prywatyzacyjnych – spadek wpływów z 9,7 mld USD w 2000 r. do 2,6 mld USD w roku następnym. Taka sytuacja była spowodowana przesunięciem większości planowanych transakcji ze względu na niekorzystne tendencje rynkowe. Program włoskiej prywatyzacji zakłada jeszcze sprzedaż firm sektora bankowego, ubezpieczeniowego, energetycznego, wytwórczego oraz telekomunikacyjnego.

Z kolei w Czechach w roku 2001 odnotowano wzrost wpływów z prywatyzacji, która zamknęła się kwotą 1,6 mld USD. W głównej mierze przyczyniła się do tego sprzedaż pozostałych w rękach państwa akcji Komerční Banka (ponad 1 mld USD) oraz prywatyzacja firm z sektora telekomunikacyjnego, transportowego i energetycznego.

W Polsce w 2001 r. z prywatyzacji do budżetu państwa wpłynęło 1,5 mld USD. Głównymi źródłami wpływów była sprzedaż akcji TP S.A.

W tabeli 10. przedstawiono wpływy z prywatyzacji w wybranych państwach OECD (w mln USD).

Tabela 10. Wpływy z prywatyzacji w poszczególnych państwach OECD (w mln USD)

Rok Kraj	1990 1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Belgia			956	548	2745	1222	1842	2288	10		
Czechy	59	877	837	1965	976	902	395	437	737	420	1603
Francja			121610	5479	4136	3096	10105	13596	9478	17438	429
Hiszpania	172	830	3222	1458	2941	2680	12532	11618	1128	1079	741
Irlandia	515	70	274		157	293			4846	1458	773
Niemcy	362		73	678	191	1421	3125	11357	2754	1750	3343
Norwegia	73			118	521	660	35		454	1039	2103
Polska	194	373	433	725	1101	1442	2043	2079	3422	6262	1586
Portugalia	2094	2206	422	1123	2362	3001	4909	4299	1620	3256	353
Słowacja			63	415	1104	486	11	Bd	Bd	1313	508
Węgry	487	705	1308	955	2645	849	647	197	88	66	43
Wlk. Brytania	9665	7923	8114	4632	5648	2426	4500				
Włochy		759	3039	9077	10131	11230	23945	15138	25594	9729	2653

Źródło: OECD Privatisation Database.

Największym źródłem dochodów prywatyzacyjnych w latach dziewięćdziesiątych XX w. była prywatyzacja telekomunikacji. Na początku 2001 r. w większości państw OECD narodowi dostawcy usług telekomunikacyjnych byli całkowicie lub w większej części sprywatyzowani. Największe prywatyzacje w dziedzinie telekomunikacji w roku 2001 to sprzedaż akcji koreańskiego Telecom, Ceske Radiokomunikace w Czechach, polskiej TP S.A., greckiego OTE oraz Deutsche Telecom w Niemczech. Drugą powszechnie prywatyzowaną branżą jest sektor bankowy. Na prywatyzację czekają banki BGŻ S.A. oraz PKO BP S.A. W przypadku tego drugiego banku, potentata w rodzimym sektorze bankowym, Ministerstwo Skarbu Państwa planuje sprzedać na giełdzie do 30% jego akcji.

Głównymi przyczynami, dla których dokonywane są fuzje, to konieczność przyspieszenia wzrostu i umocnienia pozycji rynko-

wej, racjonalizacja kosztów, efekt synergii, wzrost konkurencyjności. Poza tym przejęcie większej firmy z reguły jest trudniejsze niż małej, stąd też fuzja firm może stanowić skuteczną obronę przed ich przejęciem przez niepożądanego partnera. Konsolidację wymusza również stopniowe otwieranie polskiej gospodarki na zagraniczną konkurencję, postępująca globalizacja i umiędzynarodowienie naszej gospodarki. W 2002 r. na światowym rynku fuzji i przejęć panował marazm. Inaczej było jedynie w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, przy czym wyjątkiem była niestety Polska, jak wynika z najnowszego raportu KPMG Corporate Finance. Według danych sporządzonych przez specjalistów z firmy doradczej KPMG Corporate Finance, w mijającym roku na światowym rynku fuzji i przejęć zawarto najmniej transakcji od siedmiu lat. Łączna ich wartość była aż o połowę niższa niż w roku ubiegłym (wyniosła 996 mld USD). Natomiast liczba transakcji spadła o 24% (do 17,4 tys.). Statystyki byłyby jeszcze gorsze, gdyby nie fundusze inwestycyjne typu *private equity*. Korzystając z okazji prowadzonych restrukturyzacji i wyprzedaży zbędnych aktywów, często przejmowały spółki po niskich cenach. Panującym na świecie trendom oparła się większość krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Rok 2003 oraz początek 2004 okazały się dla nich lepsze od 2002 na rynku M&A, a liderem były Czechy, m.in. dzięki przejęciu przez austriacki Erste Bank pakietu akcji Ceska Sporitelna za 0,7 mld USD.

Wśród krajów z tej części Europy jedynie Polska, dotychczasowy lider na rynku fuzji i przejęć, zanotowała dwudziestoprocentowy spadek wartości transakcji (do 2,4 mld USD). Wstrzymanie procesu prywatyzacji, spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego oraz brak reform w zakresie finansów publicznych powodują, że inwestorzy w tym okresie przenieśli swoje zainteresowanie na inne kraje w regionie, uważają specjaliści KPMG CF. Transakcją roku okazał się zakup za 653 mln USD przez brytyjskie Tesco polskiej części niemieckiej sieci supermarketów Hit. W dalszej kolejności były transakcje związane ze spółkami giełdowymi:

- BIG BG kupił za 116 mln USD czterdziestoprocentowy pakiet akcji spółki BIG BG Inwestycje,
- Krakowska Fabryka Kabli za 116 mln USD kupiła od Elektrimu kontrolny pakiet (73% akcji) Elektrimu Kable,
- międzynarodowe konsorcjum funduszy inwestycyjnych przejęło od Elektrimu Telekomunikacji (spółka związana z Elektrimem) za 110 mln USD spółki telewizji kablowej⁸⁴.

Tabela 11. Zestawienie największych fuzji i przejęć w pierwszym półroczu 2003 w Polsce i na świecie

Pięć największych fuzji i przejęć na świecie				
KUPUJĄCY	KRAJ POCHODZENIA	KUPOWANY	KRAJ POCHODZENIA	WARTOŚĆ TRANSAKCJI (w mld USD)
Pfizer	USA	Pharmacia	USA	57
Credit Agricole	Francja	Credit Lyonnais	Francja	16
HSBC	Wlk. Brytania	Household International	USA	14
France Telecom	Francja	MobilCom	Niemcy	7,1
Edizione	Włochy	Autostrade SpA	Włochy	6,4
Pięć największych fuzji i przejęć w Polsce				
KUPUJĄCY	KRAJ POCHODZENIA	KUPOWANY	KRAJ POCHODZENIA	WARTOŚĆ TRANSAKCJI (w mln USD)
PKN Orlen	Polska	BP (494 stacji)	Niemcy	141
Grupa inwestorów IBO	konsorcjum międzynarodowe	Elektrim Telekomunikacja	Polska	110
Basell	Holandia	Poliolefiny Polska	Polska	106
Michelin	Francja	Stomil Olsztyn (29%)	Polska	89
GTECH Holdings, Innova Capital	USA, Polska	PolCard	Polska	62

⁸⁴ A. Stec, *Fuzje i przejęcia w Polsce i na świecie*, „Gazeta Wyborcza” nr 294, wydanie warszawskie z dnia 18.12.2002, dział: Gospodarka, s. 25.

Częścią usług z zakresu doradztwa finansowego i zarządzania finansami są usługi określane jako tzw. kustoszowanie. Polegają one na administrowaniu należnościami inwestorów (z tytułu dywidend, kuponów od obligacji) oraz obejmują wykonywanie na mocy pełnomocnictw praw głosu na zebraniach akcjonariuszy bądź obligatariuszy. W kontekście wykonywania funkcji kontrolnych rynku kapitałowego szczególne znaczenie mają transakcje M&A. Instytucje oferujące takie usługi mogą występować w roli:

- dostawcy środków finansowych,
- doradcy przedsiębiorstw nabywających (przygotowanie listy potencjalnych kandydatów do zakupu, analizy firmy – tzw. *due diligence*),
- doradcy przedsiębiorstw nabywanych.

W BRE Banku jednostką świadczącą usługi doradcze jest spółka BRE Corporate Finance. Oferuje ona konsulting finansowy, czyli ogólne doradztwo w zakresie zarządzania aktywami, analizy projektów inwestycyjnych, projekty restrukturyzacji i reorganizacji firm. Inną grupą usług są badania wyceny prowadzone pod kątem fuzji i przejęć oraz lewarowanych wykupów. Osobną, unikalną na rynku dziedzinę specjalizacji BRE Corporate Finance stanowi doradztwo w procesach prywatyzacyjnych. Usługi BRE Corporate Finance (BCF) z zakresu doradztwa przy fuzjach i przejęciach są skierowane do klientów instytucjonalnych poszukujących partnerów strategicznych w celu umocnienia swojej pozycji rynkowej. Mogą z nich także korzystać firmy poszukujące atrakcyjnych celów inwestycyjnych za granicą, w celu rozszerzenia swojej działalności na rynkach międzynarodowych. Oferta BCF jest także adresowana do podmiotów zagranicznych, poszukujących na polskim rynku celów do transakcji służących wzmocnieniu ich obecności na rynku polskim. BCF doradza również klientom zainteresowanym zbyciem posiadanych przez siebie spółek lub zorganizowanej części majątku (dyfuzje). BRE Corporate Finance oferuje kompleksową obsługę transakcji fuzji i przejęć pod względem strategiczno-finansowym. BCF może podjąć się roli głównego doradcy w procesach

związanych z fuzjami i przejęciami przez nadzór nad pracą innych podmiotów zaangażowanych w transakcję po stronie klienta lub doradztwa w typowych transakcjach M&A, w tym doradztwa finansowego w transakcjach LBO oraz MBO.

Kolejną usługą oferowaną przez BRE Corporate Finance jest doradztwo przy procesach prywatyzacyjnych. Bank kieruje swoją ofertę do podmiotów będących własnością Skarbu Państwa i zarządzających własnością Skarbu Państwa, w tym szczególnie – odpowiedzialnych za kwestie prywatyzacji przedsiębiorstw: Ministerstwa Skarbu Państwa, Agencji Rozwoju Przemysłu, Urzędów Wojewódzkich. Doradztwo inwestycyjne BRE Corporate Finance w zakresie procesów prywatyzacyjnych jest kompleksową usługą obejmującą: 1) przygotowanie i wdrożenie najlepszej dla klienta strategii prywatyzacyjnej, 2) wycenę prywatyzowanego podmiotu, 3) opracowanie memorandum informacyjnego, 4) proces poszukiwania inwestora (strategicznego lub finansowego w zależności od rekomendowanej strategii) w kraju i za granicą, wśród grupy przedsiębiorstw lub instytucji odpowiednio wyselekcjonowanych pod kątem konkretnego procesu prywatyzacji, 5) przeprowadzenie negocjacji z wybranym inwestorem tak, by klient dzięki prywatyzacji osiągnął rezultaty zgodne z oczekiwaniami założonymi w strategii prywatyzacji.

Najważniejsze korzyści dla klientów to:

- zwiększenie możliwości realizacyjnych programu inwestycyjnego,
- podniesienie wartości podmiotu prywatyzowanego,
- poszerzenie gamy oferowanych produktów, podniesienie ich jakości,
- zwiększenie udziału w rynku,
- wzmocnienie „efektów skali”.

Inną specjalistyczną usługą, którą BRE Corporate Finance ma w swojej ofercie, jest doradztwo strategiczne. Skierowane jest do dużych firm i korporacji oraz inwestorów instytucjonalnych. Doradztwo inwestycyjne obejmuje kompleksowy zakres usług, po-

zwalających zarówno na ocenę sytuacji i przygotowanie programów restrukturyzacyjnych, jak również przygotowanie informacji o spółce dla jej potencjalnych inwestorów lub partnerów. W zakres usług oferowanych przez BRE Corporate Finance wchodzi:

- ocena stanu aktualnego: analiza aktualnej sytuacji ekonomicznej firmy, ocena zagrożeń i potencjalnych możliwości rozwoju, rekomendacje odpowiednich działań – tego typu analizy przeprowadzane są dla firmy, a także dla potencjalnych inwestorów i kredytodawców,
- przygotowanie programów restrukturyzacji oraz szczegółowych biznes planów, rozpoznających sytuację firmy wraz z nakreśleniem celów strategicznych,
- ocena rentowności (*feasibility studies*) oraz efektów realizacji konkretnego projektu; ocena nakładów finansowych koniecznych do skutecznej jego realizacji,
- kierowanie projektami (*project management*) o dużej złożoności.

Najważniejszą zaletą tego typu usługi jest podniesienie efektywności działania firmy i wzrost jej wartości rynkowej przez wewnętrzną restrukturyzację, realizację projektów inwestycyjnych, nawiązanie aliansów strategicznych lub pozyskanie nowych środków finansowych.

Kolejnym niezwykle aktywnym bankiem oferującym usługi z zakresu doradztwa finansowego i zarządzania finansami jest Citibank. Koncentruje się na obsłudze transakcji typu M&A, procesów pozyskiwania kapitału oraz przekształceń spółek. W zakresie obsługi fuzji i przejęć oraz przekształceń spółek oferta Citibanku prezentuje się następująco:

- kompleksowe doradztwo ekonomiczne, prawne i organizacyjne w trakcie przygotowania i realizacji procesu,
- analiza i wycena podmiotów biorących udział w konsolidacji;
- analiza i rekomendacja strategii konsolidacji lub przekształcenia,

- współpraca przy opracowaniu planów połączenia lub planów przekształcenia spółek,
- obsługa negocjacji,
- realizacja transakcji nabywania akcji (udziałów) spółki przejmowanej oraz emisji (dystrybucji) akcji (udziałów).

Z kolei w procesach pozyskiwania kapitału – obsłudze transakcji MBO oraz LBO – oferta adresowana jest zarówno do inwestorów branżowych, jak i finansowych. Zawiera ona m.in.:

- analizę ekonomiczną i prawną oraz wycenę przedsiębiorstwa (projektu);
- sporządzenie memorandum inwestycyjnego,
- analizę możliwości, sposobów, celowości i kosztów pozyskania kapitału,
- poszukiwanie inwestorów,
- obsługę negocjacji z potencjalnymi inwestorami (doradztwo lub prowadzenie negocjacji na podstawie stosownego pełnomocnictwa),
- realizację transakcji, w tym obsługę emisji akcji lub obligacji.

Deutsche Bank, podobnie jak i Citibank, jest instytucją finansową, będącą jednym z ważniejszych uczestników międzynarodowych rynków kapitałowych. Przyczynia się to do bardzo dobrej znajomości rynku M&A, bogatych doświadczeń związanych z opracowywaniem projektów restrukturyzacyjnych implikujących duży popyt na oferowane przez ten podmiot usługi.

Zakres oferowanych usług przy fuzjach, przejęciach i transakcjach prywatyzacyjnych:

- doradztwo przy połączeniach i przejęciach spółek kapitałowych,
- doradztwo przy zakupie akcji spółek publicznych poprzez wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji,
- doradztwo przy zakupie i sprzedaży akcji i udziałów spółek Skarbu Państwa,
- doradztwo przy zakupie strategicznych pakietów akcji,
- doradztwo przy sprzedaży aktywów,

- doradztwo strategiczne,
- doradztwo w zakresie organizowania finansowania.

Do największych transakcji zrealizowanych z udziałem Deutsche Banku w zakresie doradztwa w Polsce należą m.in.:

- doradztwo na rzecz Ministerstwa Skarbu Państwa przy prywatyzacji sektora tytoniowego i sprzedaży 4 największych zakładów tytoniowych za łączną sumę 900 mln USD,
- doradztwo ICN przy zakupie Polfy Rzeszów,
- nabycie od Skarbu Państwa 35% akcji spółki Orbis przez konsorcjum Accor, Globe Trade Centre i FIC Globe,
- nabycie udziałów większościowych, przejęcie i podwyższenie kapitału spółki ubezpieczeniowej Compensa przez Hamburg-Mannheimer, a następnie sprzedaż Compensy na rzecz Wiener Staetdtische oraz HUK Coburg Bank,
- doradztwo Carlsberg Breweries A/S przy zwiększeniu pakietu kontrolnego w Okocimskich Zakładach Piwowarskich S.A.,
- w zakresie ofert publicznych zakup od Skarbu Państwa i plasowania 15% akcji spółki Orbis,
- oferty publicznej Telekomunikacji Polskiej, Polskiego Koncernu Naftowego, Netii i Agory.

Z kolei w zakresie emisji instrumentów dłużnych na rynkach międzynarodowych obecny był przy emisji obligacji PTC ERA na kwotę 200 mln zł, emisji 10-letnich euroobligacji Rzeczypospolitej Polskiej na kwotę 750 mln EUR, emisji różnorodnych instrumentów dłużnych Telekomunikacji Polskiej S.A., w tym: 7-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu na kwotę 475 mln EUR i 4-letnich obligacji o stałym oprocentowaniu na kwotę 500 mln EUR, zaś w zakresie kredytów konsorcjalnych: udzielił kredyt konsorcjalny dla PTC ERA na kwotę 650 mln EUR, 7-letni eurokredyt konsorcjalny dla Telekomunikacji Polskiej SA na kwotę 350 mln USD oraz 7-letni eurokredyt konsorcjalny dla operatora sieci komórkowej Centertel na kwotę 600 mln EUR⁸⁴.

⁸⁴ www.dlb-plbc.pl

3.3.3. Działalność badawcza i analityczna

Przedmiotem analizy mogą być:

- sektory gospodarki,
- sytuacja ekonomiczno-finansowa podmiotów gospodarczych,
- wybrane rynki,
- programy sektorowej prywatyzacji i restrukturyzacji.

Podmioty działające w sektorze usług bankowości inwestycyjnej mogą również dokonywać analiz i prognoz poziomu stopy procentowej, kursu walutowego, prognoz kształtowania się indeksów giełdowych, rynku akcji, obligacji i innych instrumentów finansowych oraz raportów w poszczególnych spółkach. Wyniki analiz są następnie podstawą podejmowania decyzji przez specjalistów zarządzających portfelami inwestycyjnymi klientów, a także mogą być sprzedawane na zewnątrz.

3.4. Przyszłość bankowości inwestycyjnej w Polsce

Rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce ma uzasadnienie zarówno w tendencjach zachodzących w światowych systemach finansowych, jak i w specyficznych potrzebach polskiej gospodarki. Potrzeby te, to przede wszystkim:

- konieczność akumulacji znacznych oszczędności w celu finansowania niezbędnych gospodarce inwestycji infrastrukturalnych,
- posiadanie rozwiniętego rynku kapitałowego jako obiektywnego mechanizmu alokacji zasobów finansowych, opierającego się na zasadach rynkowych, a nie na decyzjach administracyjnych,
- posiadanie w gospodarce obiektywnego mechanizmu oceny i wymuszania efektywności podmiotów gospodarczych. Mechanizmem tym może być rynek kapitałowy,
- przyciągnięcie do Polski kapitału zagranicznego w formie inwestycji bezpośrednich portfelowych,
- pozyskanie dla polskich instytucji finansowych, zwłaszcza

banków komercyjnych, długoterminowych źródeł finansowania w celu ich kapitałowego wzmocnienia, umożliwienia sfinansowania im inwestycji infrastrukturalnych,

- dywersyfikacja przychodów instytucji finansowych w Polsce dzięki usługom bankowości inwestycyjnej oraz zapewnienie im sposobów minimalizowania niektórych rodzajów ryzyka finansowego (ryzyka stopy procentowej, ryzyka kursu walutowego, ryzyka kredytowego),

- przeprowadzenie na zasadach rynkowych konsolidacji wybranych dziedzin gospodarki (głównie przez transakcje fuzji i przejęć) w celu zwiększenia ich konkurencyjności,

- wprowadzenie odpowiednich mechanizmów (usług, instrumentów finansowych oraz instytucji) wspierających reformy strukturalne, tj. reformy systemu ubezpieczeń społecznych, prywatyzację, restrukturyzację oraz rozwój sektora prywatnego,

- wprowadzenie nowych form wynagrodzeń dla pracowników kadry menedżerskiej, co może być osiągnięte dzięki użyciu instrumentów rynku kapitałowego, np. opcji na zakup akcji.

Przedstawiony stan polskiego rynku kapitałowego można zmienić. Biorąc pod uwagę wszystkie potrzeby polskiej gospodarki oraz obecne tendencje na światowych rynkach finansowych (stopniowa konwergencja obu typów systemów finansowych), należy uwzględnić w polityce gospodarczej Polski wiele działań na rzecz rozwoju bankowości inwestycyjnej. Do działań tych należą:

- kontynuacja reformy systemu ubezpieczeń społecznych z jednoczesnym tworzeniem inwestorów instytucjonalnych, tj. wyspecjalizowanych funduszy inwestycyjnych,

- stopniowa liberalizacja polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych (możliwość inwestowania w listy zastawne, spółki niepubliczne oraz fundusze VC),

- przyspieszenie tempa prywatyzacji, w tym prywatyzacji podmiotów z tzw. sektorów strategicznych, tj. przemysłu petrochemicznego, energetyki, przemysłu spirytusowego,

- stworzenie systemu wspierania małych i średnich przed-

siębiorstw z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego. Małe i średnie przedsiębiorstwa to potencjalna klientela polskich instytucji zajmujących się bankowością inwestycyjną,

- zobligowanie do aktywności instytucji finansowych na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy i w pracach rad nadzorczych podmiotów gospodarczych (fundusze emerytalne, inwestycyjne), co powinno prowadzić do rozpowszechnienia miernika maksymalizacji wartości akcji w posiadaniu akcjonariuszy jako miernika oceny podmiotów gospodarczych,

- stworzenie szerszego systemu zachęt do korzystania z usług bankowości inwestycyjnej (np. preferencje dla drobnych inwestorów podczas ofert publicznych),

- likwidacja obciążeń podatkowych związanym ze skupem przez przedsiębiorstwa własnych akcji,

- obniżenie kosztów wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu i kosztów związanych z notowaniem papierów na giełdzie papierów wartościowych,

- liberalizacja wymogów dopuszczania do obrotu pozagiełdowego.

Pomimo wielu niedoskonałości polskiego systemu finansowego widoczny jest duży potencjał rozwojowy rodzimego rynku usług bankowości inwestycyjnej. To właśnie uwarunkowania mikroekonomiczne oraz potrzeby dotyczące restrukturyzacji przedsiębiorstw i ich rozwoju wskazują na to, iż w najbliższym czasie powinien wzrastać popyt na usługi z tej dziedziny bankowości, obejmujące m.in. usługi doradztwa dla przedsiębiorstw i pozyskiwanie kapitału na cele inwestycyjne.

Jak już wcześniej wspomniano, należy zwrócić uwagę na małe i średnie przedsiębiorstwa, które przeważają w Polsce. W związku z wstąpieniem do UE pod presją konkurencji i dalszej liberalizacji handlu zagranicznego nieunikniony będzie proces konsolidacji przedsiębiorstw i koncentracji kapitału. Przełoży się to bezpośrednio na wzrost popytu na usługi przygotowania i doradztwa przy przeprowadzaniu fuzji i przejęć.

Z kolei zapowiadane wprowadzenie ulg podatkowych dla uczestników pracowniczych programów emerytalnych powinno prowadzić do zwiększenia zainteresowania tymi programami, a w efekcie rozwoju m.in. funduszy inwestycyjnych.

Na przestrzeni ostatnich kilku lat finansowanie przedsiębiorstw i władz lokalnych przez emisję papierów dłużnych wyraźnie przegrywało z kredytem bankowym. Obecnie, dzięki maksymalnemu uproszczeniu procedur prawnych dotyczących emisji obligacji oraz zmniejszeniu kosztów pozyskiwania kapitału tą drogą, nastąpił wzrost zainteresowania przedsiębiorstw i władz lokalnych tą formą pozyskiwania kapitału. Pozytywny efekt powinno mieć także stworzenie platformy obrotu nieskarbowymi instrumentami dłużnymi na CeTO. Jednakże należy zaznaczyć, iż pozyskiwane przez władze lokalne środki nie powinny służyć finansowaniu bieżących potrzeb konsumpcyjnych, gdyż w przyszłości mogą pojawić się problemy ze spłatą tych zobowiązań.

Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi rynku obligacji władz lokalnych będzie konieczność współfinansowania przez stronę polską inwestycji realizowanych z wykorzystaniem środków pomocowych z funduszy strukturalnych i spójności UE⁸⁵.

Rozwój inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności funduszy emerytalnych, jest kolejnym czynnikiem, który powinien mieć wpływ na wzrost popytu na instrumenty dłużne. Należy przy tym zwrócić uwagę na to, aby oszczędności gromadzone przez te fundusze zostały wykorzystane do finansowania inwestycji rozwojowych i modernizacyjnych, a nie bieżącej konsumpcji. Ciekawą ideą jest również wspólne pozyskiwanie kapitału na przyszłe przedsięwzięcia przez instytucje z sektora publicznego oraz prywatnego, nazywane partnerstwem publicznoprawnym.

Podobnie jak w krajach wysoko rozwiniętych, także w Polsce dostrzeżono zalety świadczenia usług drogą elektroniczną. Coraz większe upowszechnienie się Internetu powinno sprzyjać rozwo-

⁸⁵ B. Kolečka, *op. cit.*, s. 284.

jowi usług finansowych w dziedzinie bankowości inwestycyjnej. Oczywiście wiąże się to z koniecznością zapewnienia bezpiecznego przepływu danych, a także z rozwojem interaktywnych stron internetowych, umożliwiających zautomatyzowane udzielanie bardziej złożonych informacji i zawieranie transakcji.

Ostatnim czynnikiem rozwoju powinien się stać fakt pogłębiającej się integracji Polski ze strukturami Unii Europejskiej, w wyniku której polskie instytucje finansowe będą musiały stawić czoła konkurencji ze strony instytucji finansowych innych państw UE, a inwestorzy – wobec otwartego wyboru aktywów krajowych lub zagranicznych. Innym efektem będzie dalszy wzrost zainteresowania inwestorów zagranicznych inwestowaniem w Polsce, zarówno w formie inwestycji bezpośrednich, jak i portfelowych.

Bibliografia

Al-Kaber M., *Znaczenie publicznego giełdowego rynku papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt”, nr 2 (2002).

Al-Kaber M., *Cechy współczesnego rynku kapitałowego – polski rynek papierów wartościowych*, „Bank i Kredyt” nr 6 (2001).

Czerkas K., *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym – wnioski dla Polski*, Warszawa 1999.

Drab M., Sowińska-Kobelak D., *Papiery wartościowe i prawa pochodne*, Warszawa 2001.

Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 1998.

Gardener E., Molyneux P., *Investment Banking, Theory and Practice*, 2nd edition, Plymouth 1996.

Geist Ch. R., *Wall Street. A History*, New York 1997.

Grubman A., *Sekurytyzacja aktywów w procesie zasilania finansowego przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” nr 2 (2002).

Hill A., *Little comfort for banks from mergers and IPOs*, „Financial Times”, 2 stycznia 2002.

Jedliński M., *Rating prawdę Ci powie*, „Infor” nr 11 (24) 1999.

Kołecka B., *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz system gospodarki globalnej*, Warszawa 2003.

Konieczny J., *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Warszawa 1996.

Korecki A., Wassener B., *Investors look to their ethics*, „Financial Times”, 18 lipiec 2001.

Korycki Ł., *Lehman Brothers najlepszy w analizach*, „Parkiet” nr 200 (2366), 16.10.2003 r.

- Mojak J., *Prawo giełdowe*, Lublin 2000.
- Nowe źródło kapitałów, „Magazyn Finansowy” nr 200 z 13 września 1999 r.
- NIK – *Zagrożenia korupcją w świetle badań kontrolnych NIK przeprowadzonych w roku 2000*, Warszawa 2001.
- Olivier Ch., *Can new funds sustain Europe's LBO boom?*, „Euromoney”, August 2001 r.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, Warszawa 2003.
- Pietrzak B., Polański Z., *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Warszawa 1997.
- Piotrowski D., *Wpływ sytuacji gospodarczej i zastosowanych rozwiązań systemowych na stan rozwoju rynku kapitałowego i bankowość inwestycyjna w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 1 (2003).
- Raport Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju z czerwca 2002 r.*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 1 (636) 2003.
- Siwek K., *Rośnie popularność akcji*, „Parkiet”, 17.10.2003.
- Stec A., *Fuzje i przejęcia w Polsce i na świecie*, „Gazeta Wyborcza” nr 294, wydanie warszawskie, z dnia 18.12.2002, dział: Gospodarka.
- Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2001.
- Wolak D., *Rośnie znaczenie OFE*, „Parkiet”, 18–20.10.2003.

Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz. U. z 1997, nr 140, poz. 939 (z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz. U. 1997, nr 118, poz. 754 (z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 933 (z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 26 września 2000 r. o giełdach towarowych. Dz. U. 2000, nr 103, poz. 1099 (z późniejszymi zmianami).

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dz. U. 1995, nr 83, poz. 420 (z późniejszymi zmianami).

Ustawa z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 937 (z późniejszymi zmianami).

Ustawa z 22 sierpnia 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych. Dz. U. 1997, nr 139, poz. 932 (z późniejszymi zmianami).

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych Dz. U. 1997, nr 140, poz. 940 (z późniejszymi zmianami).

Strony internetowe

- 1) www.fefsi.org
- 2) www.nbp.gov.pl
- 3) www.gpw.com.pl
- 4) www.zakup.obligacjeskarbowe.pl
- 5) www.stfi.pl
- 6) www.psik.org.pl
- 7) www.kpwig.gov.pl
- 8) www.fitchpolska.com.pl
- 9) www.citi-handlowy.pl
- 10) www.pekao.com.pl
- 11) www.ing.pl
- 12) www.brebank.com.pl
- 13) www.pkobp.pl
- 14) www.raiffeisen.pl
- 15) www.bgk.com.pl
- 16) www.dlb-pbc.pl

Spis tabel

Tabela 1. Rodzaje funduszy inwestycyjnych według klasyfikacji Investment Company Institute	44
Tabela 2. Ranking podmiotów doradczających przy transakcjach	53
Tabela 3. Ranking analityków banków inwestycyjnych	55
Tabela 4. System ocen ryzyka inwestycyjnego dla ratingu międzynarodowego długoterminowego w agencji Fitch IBCA	60
Tabela 5. Udział brokerów w obrotach giełdowych w 2003 r. (w %)	90
Tabela 6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz fundusze inwestycyjne w latach 1996–2002	94
Tabela 7. Średnie ważone stopy zwrotu otwartych funduszy inwestycyjnych i funduszy powierniczych w latach 1996–2002	96
Tabela 8. Zestawienie funduszy emerytalnych według wielkości aktywów (stan na 30 września 2003)	98
Tabela 9. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1997–2002; stan na koniec okresu	108
Tabela 10. Wpływy z prywatyzacji w poszczególnych państwach OECD (w mln USD)	134
Tabela 11. Zestawienie największych fuzji i przejęć w pierwszym półroczu 2003 w Polsce i na świecie	136



Spis rysunków

Rys. 1. Struktura transakcji sekurytyzacji całkowitej sprzedaży	21
Rys. 2. Trendy w krajach UE w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych	43
Rys. 3. Zagraniczne inwestycje w Polsce w latach 1995–2001	74
Rys. 4. Polska na tle Europy: inwestycje PE i VC jako procent PKB	101
Rys. 5. Emisje obligacji komunalnych na rynku krajowym według województw	104
Rys. 6. Statystyka krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (1997–2003)	109
Rys. 7. Schemat funkcjonowania niepublicznej emisji akcji	127